全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一部对冲基金界风云人物的发迹史

对冲基金猎人

亚马逊最畅销投资类图书

HEDGE HUNTERS

Hedge Fund Masters on the Rewards, the Risk, and the Reckoning

[美] 凯瑟琳·伯顿 著
Katherine Burton






华夏基金 ChinaAMC 荣誉出品


中国青年出版社 CHINA YOUTH PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金猎人

[美] 凯瑟琳·伯顿
Katherine Burton

中国青年出版社
CHINA YOUTH PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

对冲基金猎人/(美)伯顿著;王正林,王权,肖静译.
—北京：中国青年出版社，2008
ISBN 978-7-5006-8204-2
Ⅰ.对… Ⅱ.①伯… ②王… ③王… ④肖… Ⅲ.对冲基金—投资—基本知识
Ⅳ.F830.59
中国版本图书馆CIP 数据核字(2008)第 063195 号

Hedge Hunters: Hedge Fund Masters on the Rewards, the Risk, and the Reckoning
Originally published by Bloomberg Press, Copyright©2007 by Bloomberg L.P.. All rights reserved.
Bloomberg, Bloomberg News, Bloomberg Financial Markets, Bloomberg Press, Bloomberg Professional Library and Bloomberg Personal Bookshelf are trademarks and service marks of Bloomberg L.P.. All rights reserved.
Simplified Chinese Translation Copyright © 2010 by China Youth Press

对冲基金猎人

作　　者：〔美〕凯瑟琳·伯顿
译　　者：王正林　王　权　肖　静
责任编辑：于明丽
美术编辑：朱　健
出　　版：中国青年出版社
发　　行：北京中青文文化传媒有限公司
电　　话：010-65516873/65511270
网　　址：www.cyb.com.cn　www.diyijie.com
制　　作：中青文制作中心
印　　刷：北京中科印刷有限公司
版　　次：2010 年 1 月第 1 版
印　　次：2010 年 1 月第 1 次印刷
开　　本：889×1194　1/20
字　　数：188 千字
印　　张：11
京权图字：01-2008-1123
书　　号：ISBN　978-7-5006-8204-2
定　　价：39.00 元

中青版图书,版权所有,盗版必究

我社将与版权执法机关配合大力打击盗印、盗版活动,敬请广大读者协助举报，经查实将给予举报者重奖。
举报电话：
北京市版权局版权执法处
010-64081804
中国青年出版社
010-65516873
010-65511270

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

contents

5

马克·育斯柯：成功的要素 11

迈克尔·斯坦哈特：对收益的狂热追求 23

约翰·阿米蒂奇：谦虚、谨慎、理性 35

马克·拉斯利：不容亏损 45

克雷格·埃弗龙：掌控风险 57

李·安斯：纯粹但不简单的选股师 69

伯尔尼·博克斯：一流的小盘股淘金者 83

波恩·皮更斯：沉稳的石油商 95

波恩男孩：赢得一席之地 105

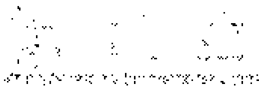
乔希·弗里德曼和米奇·朱利斯：债券交易元老 113

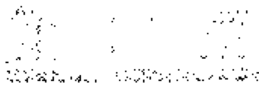
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

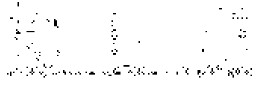
目录

contents

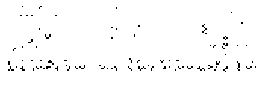

杰弗里·斯卡特和波顿·温斯顿：不遗余力 127


德怀特·安德森：凤凰涅磐 139

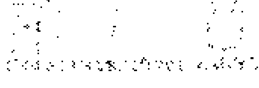

罗伯特·米戈内：第一手资料带来的硕果 149

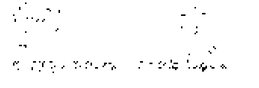

布鲁斯·雷特：掌控变化的市场 161

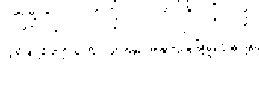

朱利安·罗伯逊：卓越的投资导师 169


吉姆·查诺斯：无路可退的卖空 177


理查德·佩里：经理的经理 191


丹尼尔·洛布：激进的董事会成员 203


215


217

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言
Preface

20 世纪 90 年代中期，我开始为彭博新闻社(Bloomberg News)报道对冲基金，随后近十年时间里，经营对冲基金的人占据了金融服务业中一个鲜为人知的诡秘角落。被称为“击垮英格兰银行的人”的乔治·索罗斯，因迫使英镑退出欧洲货币体系而名噪一时，而另一位重要人物，长期资本管理公司（Long-Term Capital Management）的创始人约翰·梅里韦瑟，则几乎引发致使公司损失 40 亿美元的金融危机，这些响当当的名字偶尔会成为主流媒体争相关注的焦点。但大多数时候，没有人注意这些特立独行的经理，他们总是以常人不敢想象的方式管理着资金。

共同基金和其他传统投资组合的经理，只在预计增值时才投资；而对冲基金经理不仅在预计增值时投资，而且还设法通过投注那些预计可能下跌的有价证券来获取利润。对冲基金经理的目标是在任何市场情况下都获利。有时，他们利用借贷资金下注，并收取巨额费用——起初收取 1%(现在，2%更普遍）的管理费和 20%的各种收益费。

对冲基金经理被认为是富有冒险精神的英雄，他们具有鲜明的个性，不适应大公司的种种约束。希望根据自己制订的规则来经营公司。因此，当时这一行业的传统格言是：规模是效益的毒药。基金定期向投资者提供资本回报。到 20 世纪 90 年代末，只有老虎基金（Tiger Management）的朱利安·罗伯逊和索罗斯基金管理公司(Soros Fund Management)的乔治·索罗斯两位经理的投资额超过了 200 亿美元，但这二位也未在这么高的投资水平上坚持多久。

此后，形势发生了剧变。原本就为数不多的专业投资人士开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

脱离这一行业——一位早期业内人士告诉我，如果他不经营对冲基金，可能最终会以赌马为生——转而投向大规模的保守产业。2007年，全世界大约有2,400家对冲基金公司只有一位经理，他们管理着1.7万亿的资产。最大的两家基金集团也并入了两家主要的金融机构——摩根大通(JPMorgan Chase & Company)和高盛公司(Goldman Sachs)，而在2007年初，7家最大的资本管理公司控制着整个行业约2,000亿美元的资产。

随着新从业者涌入这一领域，效益开始下滑。2000年年初至2007年6月，对冲基金的年均回报率不足9%，与过去十年的18%相比急剧下滑。如今，在市场中设法获取利润变得更为艰难，尤其是随着公司的日益壮大，每笔单一交易对总体效益的影响日渐变小。

本书出版之时，债务危机和因此而出现的安全投资转移成为热点话题，后者导致某些对冲基金公司出现重大的——有些情况下甚至是致命的——损失。在多年紧缩信贷息差和股市升温后，一些基金公司经历了沃尔夫国际资产管理公司（Wolf Asset Management International)投资总监爱德华·瓦塞尔所谓的“自满危机”。迄今为止，亏损最严重的是那些大量使用借贷资金的基金，以及那些使用计算机模型来做买进卖出决策的计量型基金。本书介绍的各位经理不是“理学专家”，而且也只有一到两位经理大量使用借贷资金。总体而言，大多数基金都平稳渡过了这些动荡时期，或许稍有损失，但依然挺了过来。

一个渐趋成熟的行业的这种背景似乎告诉人们，目前是提出一些最基本问题的时候了：怎样成为一名卓越的对冲基金经理？在只有少数幸存者才能取得成就的市场中，怎样才能茁壮成长？这些问题的答案，需要长时间从注定成为资金管理明星的数百位新从业者中深入挖掘——这种挖掘，还可为那些想在这个经过精挑细选的投资者群体中占据一席之地的年轻人提供某些重要启示。

为寻求这些答案，我挑选了业内一些领军人物和传奇人物——已成功经受住反复无常的金融市场数十年洗礼，并创造了远超同行回报的对冲基金大师。我选择他们，是因为他们在对冲基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金发展史上曾扮演过重要角色。他们擅长于不同的投资策略，他们要么在著名导师的指导下练就了自身的投资技能，要么自己成为了导师，影响着整个行业的实际操作。

老虎基金的朱利安·罗伯逊以培养投资人才而闻名于世，他还是对冲基金行业的创始人之一，而迈克尔·斯坦哈特与他一样，也是该行业的创始人之一。“幼虎”李·安斯和德怀特·安德森早年曾在朱利安·罗伯逊旗下的老虎基金工作，后来创办了自己的公司。基尼克斯联合基金(Kynikos Associates)的吉姆·查诺斯只在他预期将下跌的股票上赚取利润，是生存时间最长、拥有资产最多的卖空专家，查诺斯与商品交易之父波恩·皮更斯一样，都是本书最具特色的案例。在罗伯特·鲁宾担任首席执行官时期，理查德·佩里帮助高盛公司建立了著名的兼并套利交易柜台，那一时期的高盛公司造就了某些当今最成功的对冲基金经理。峡谷公司(Canyon Partners)的米奇·朱利斯和乔希·弗里德曼创建了总值达165亿美元的多策略基金公司，其投资范围包括高收益债券、股票和银行债务。丹尼尔·洛布的第三点公司(Third Point)已发展为能够在伦敦证券交易所发行公众交易基金的大公司，但目前，该公司仍敢宣称可以创造最佳回报。而最注重集团制度建设的艾威资本集团(Avenue Capital Group)的经理马克·拉斯利创造了十分稳定的收益，并创建了业界增长最快的公司，从养老基金和其他相对保守的客户那里吸引了数十亿美元的资产。

我与这些经理讨论过他们所接受过的培训、经历过的工作、在商海中吸取的教训，以及他们认为的成功的必需品质。尽管他们是业界鼎鼎有名的人物，但有些经理此前从未接受过深入采访。他们具备的一些共同品质是显而易见的。

他们都令人难以置信的勤奋，而且，都更多地考虑可能使其不可自拔的豪赌，而不是仅仅满足于能够赚取巨额利润的交易。“为明天而活”是其中一位经理的座右铭。然而，每位经理如何确保在商海中生存，却是令人惊奇的不同。一位经理在描述增加某一特定头寸的原因时，探究那些令人头脑麻木的市场琐事。另一位经理告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诉我，投资决策的制定是基于多年实践后磨练出来的内在本能。他无法解释令他作出该决策的思考过程，但他知道自己是正确的。经理们的个人风格迥然不同。这些对冲基金专家，有的十分注重培训和对其员工的监管；另一些——甚至那些在青年时代接受过投资大师指导的经理——则说他们简直对培训没有耐心。

为把公众注意转向这些鲜为人知的基金行家，我还请求他们谈谈那些拥有他们所期望掌握的技能的、大有前途或尚未崭露头角的对冲基金专业人士。我访问了这些更加不被知晓的交易员，以探究他们怎样赢得经理们的尊重。起初，我以为这些对冲基金新星都是二十多岁或三十出头的年轻人，其基金也刚刚创办几年。然而，候选者在年龄和经验方面各不相同。有些尽管在业务上已打拼十多年，但依旧默默无闻，因为他们的资产增长有限。另一些人最近刚刚创办自己的公司。他们的年龄范围从 35 岁左右到接近 60 岁。这种差异令人产生兴趣，但在极大程度上，经验丰富者对他们选择自己创办公司的原因的解释坦诚而直白：为了赚钱。

在探求所有这些人拥有哪些才干的过程中——不管是经验丰富的老手还是初出茅庐的少壮派，我都曾希望他们能揭示出之所以能创造出色业绩的成功秘诀，以找出这些投资和创办公司的天才与普通职员之间的区别。但那种秘诀并不存在。因为，与他们各自不同的背景及个性一样，他们经营投资管理的方式也各不相同。他们中有些人在十几岁时就开始从事股票交易并构建投资组合。少数几位拥有 MBA 学位。另外一些经理的成功之路则更加曲折：有一位曾在以色列研究过犹太法典，另一位曾在法律界工作。他们对亏损之痛的承受限度也不尽相同。一位经理把大量期权用作应对市场暴跌的保险，另一位则从不避险。

资金管理的基本技能——构建投资组合、风险管理、公司分析以及研究——可以通过学习来掌握。然而，各位经理的独家秘诀，他们对不同投资工具的重视程度，都是塑造了他们迥异性格的元素的体现——无论是令人讨厌的，还是引人喝彩的，是即将离职的还是已经退休的，是隐居家乡乐享田园生活的，还是潜心钻研学术

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知识的。这些特立独行的经理的故事体现了他们不同的风格。

无论是在培训、教育或风险承受能力等哪个方面，他们都拥有许多共同品质：他们是敏感的、求知欲强的独立思考者。他们对自己的专业和目标都满怀激情，而且能够着眼未来。他们坦言将追求收益作为第一要务，因此他们首先要创造纪录，然后才创办公司。或许他们已扫除的最具挑战性的障碍，就是在自信、确信以及对可能犯的错误的清醒认识之间取得平衡。埃杰顿资本公司（Egerton Capital）的约翰·阿米蒂奇最直截了当地指出："你必须痴迷于其中，必须有勇气，必须知道何时该坚守，何时该退出。"为做出那些至关重要的鉴别，他们综合各种实情，并质疑自己的投资前提。这一过程令自己失眠，使客户抱怨，但这些经理一旦确信自己的决定是正确的，他们就决不会动摇。

而当决策变得真正重要时，他们通常展示出的就是其坚定的一面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章 CHAPTER 1

马克·育斯柯：成功的要素

2004年，一位名叫哈坎·亚伦卡的纽约大学（New York University）学生向全世界宣告他将经营对冲基金，当时他年仅21岁。他与母亲爱费雷菲特一起在康涅狄格州格林威治市租了一间办公室，买来新电脑和华丽家具，并接入彭博公司的终端。他们雇用临时人员操纵这些屏幕。富有的投资者蜂拥而来，一睹这位创造奇迹的男孩的风采，他们被告知，这位年轻的选股天才出生于一个拥有8亿美元财产的土耳其富豪家庭。母子二人赚了700多万美元。

亚伦卡从来不买股票。相反，检察官指出，他用钱来购买保时捷汽车和珍贵珠宝，并向纽约大学捐赠了125万美元——亚伦卡把这称为2,100万美元礼物的第一笔捐款——当时他还是该大学的大四学生。年轻的土耳其人随后被逮捕，并被指控犯有银行欺诈和电信诈骗罪。亚伦卡被判入狱42个月，其母被判入狱2年，罪名是共谋电信诈骗。

这个可悲的故事对于对冲基金界很有现实意义。任何行业都可能发生欺诈。但由于对冲基金承诺为人们带来空前的财富，它的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种金色光环使那些不可能实现的诡计成为可能，并使一个只能买瓶啤酒的小孩子能够从拥有真正职业和巨额存款的成人手中夺走数百万美元的财富。

每个人似乎都想在对冲基金领域分得一杯羹。全美的 MBA 学生都在避开大型投资银行而加入基金公司，但 10 年后，这其中的多数人最终都离开了这些公司。努力获得领先优势的经理会创办一些基金，从事诸如艺术品和葡萄酒之类的不可靠资产的交易。

对冲基金的世界并不是一直如此引人关注。业内的一位朋友向我讲述了他有一次回家探亲的故事。期间，一位儿时伙伴的母亲问他是怎样经营自己前景美好的公司的："你母亲说你的工作是什么对冲避险？"对冲基金——一种私营合伙公司，其经理对股票、债券和其他金融工具的价格涨跌投下赌注，并随后获取一定利润——的历史至少可追溯至 1923 年，当时，价值投资之父本杰明·格雷厄姆创办了一家那样的基金。然而，直到 80 年后，对冲基金这一投资趋势才广为人知。

如今，酒吧男招待、按摩师以及每个人的邻居，都知道对冲基金经理是世界上新的主宰者。他们成为《纽约》(*New York*)杂志的封面人物，事实上，各种出版物——从《纽约邮报》(*New York Post*)到《名利场》(*Vanity Fair*)——都竞相报道他们的故事。他们受欢迎的程度甚至使美国家庭影院频道（HBO）为其推出了电视系列节目。与其他大型资本基金相比，他们管理的资产并不多。甚至加上借贷资金，对冲基金行业的资产仍可能不及共同基金控制的 10 万亿美元的一半。然而，最大对冲基金公司的经理，其影响力远远超过股票和债券公司的经理。他们是 21 世纪的卡耐基和洛克菲勒：他们中的很多人是世界上最大的慈善家，最大的政治献金捐赠者，以及最具影响力的艺术品收藏家。

1990 年，全球只有数百位对冲基金经理，行业的总资产为 390 亿美元。到 2006 年年底，全球两家最大的对冲基金公司管理的资产超过 650 亿美元。当年全世界总计约有 2,400 位对冲基金经理，基金总资产为 1.5 万亿美元。由于新从业者的不断涌入和竞争的加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剧，平均回报率已开始降低。而随着对冲基金公司数量不断增多，那些管理水平低下的公司也越来越多。找出最佳经理比以往更难。

但马克·育斯柯似乎自有其诀窍。他做对冲基金投资已经有十几年了，起初是作为圣母大学（University of Notre Dame）的高级投资主管，而后成为教堂山（Chapel Hill）北卡罗莱纳大学（University of North Carolina）的首席投资官。他在北卡罗莱纳大学任职六年半，期间他将对冲基金中的捐赠投资增值到占其12亿美元资产的55%左右。2004年，他离开北卡罗莱纳大学，在教堂山创办了摩根克里克资本管理公司（Morgan Creek Capital Management）。公司为投资机构和富有的投资者提供如何投资以及在哪些领域投资的建议，并为对冲基金和其他投资公司提供资金借贷。

在育斯柯挑选经理的数年时间里，他一直与许多对冲基金公司经理及业内许多一流的投资人士一起投资，其中，大部分的对冲基金经理都成立了自己的公司，并接受了本书作者的采访。育斯柯曾与朱利安·罗伯逊密切合作，后者为北卡罗莱纳大学管理资金将近十年，而且在摩根克里克公司中拥有少量股份。罗伯逊还为老虎精选基金管理公司（Tiger Select Fund Management）提供原始资本，该公司是育斯柯经营的一组基金，从事对其他对冲基金公司的投资。

"我开玩笑说，我用了5年时间才想清楚是否想与某些人一起投资，"育斯柯说，"但我只用5分钟就明白，是否绝不与某些人一道投资。当他们不具备'它'时，这立即变得明白无误。"这里的"它"——就是那些似乎成为投资回报指挥魔杖的经理们所具有的特殊品质——很难界定。育斯柯未能发现他们具有可确定的共同特点，且这些特点是取得成功的必备要素，但在某些情况下，只需见一次面，这些特点便一目了然——无论是什么。"我一见到大卫·邦德曼（德克萨斯太平洋集团[Texas Pacific Group]收购公司创始人），就把我的钱包扔给他说，'请带走我所有的资金。'他收下了，"育斯柯说道，"我在与朱利安和约翰·格里芬见面时也有过类似的经历。"格里芬曾在罗伯逊的老虎基金担任总裁，目前在纽约经营一家对冲基金公司，称为蓝山资本（Blue Ridge Capital）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功的必备要素可能难以界定，但在育斯柯为期数年挑选对冲基金经理的过程中，他对杰出人才的构成要素以及怎样培养这种要素形成了自己的看法。他指出，成功的核心要素是人，而名师的指导也是成功路上至关重要的部分。“资金是由人，而不是由机构来管理的，”育斯柯说，“许多人因为这样一种观念而感到精神紧张，压力巨大：那就是成功的经理必须毕业于特定的教育机构、必须拥有一定的证书，或者必须具备在类似于高盛公司这样的大公司中工作过的经历。全然不是那么回事。”投资是一门艺术，而伟大艺术家都是从学徒开始做起的。

育斯柯把学习怎样管理基金的过程比作数百年前的画家学习绘画的过程。导师布置好画架，学徒则在他的周围布置各自的画架。学徒通过模仿导师对颜色和光的使用、一笔一画的技巧等进行学习。最终，杰出画家——自成一派风格的画家——是杰出导师教出来的。“当朱利安经营老虎基金时，其他经理围坐在大圆桌四周，”育斯柯说道，“朱利安是导师，而这些年轻人则在模仿他的技巧。”他们关注导师怎样决策、怎样处理信息，并精明地选择适合自己的方式去操作。

集中注意力总能得到回报。以前，比如说在20世纪90年代，许多最大的赢家总是比其他投资者更快地了解市场。但如今，信息获取更加便利，而越来越多的基金经理正努力细致地分析这些信息。由于这种竞争十分激烈，拥有杰出的导师向你提供诀窍变得至关重要。“一旦这一行业变得信息拥堵，经营一家基金就与过程、实践以及信息综合能力等联系日益紧密，”育斯柯说道，“而那些能力是通过学习获得的。”

但无论那些技能是从导师那里学来的还是通灵板（Ouija board）上显示的，经理们必须学会怎样获得优势并识别机会。市场上总有赢家，也有输家。“最后，我们投资于这些经理，是因为他们具有优势。你向伟大的经理支付那些高额的费用，是因为他们知道怎样寻找赚钱的机会，或者从资金市场中赚取财富，而资金市场是一个零和游戏的场所。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

育斯柯解释道，当罗伯逊于 1980 年创立老虎基金时，他认为自己具有大多数机构投资者不具备的突出优势，这些机构投资者主要是共同基金或者购买并持有股票的传统投资者。育斯柯说，“当朱利安进入业内时，他有十分明确的界定：‘就是我和一群傻瓜在竞争。’”罗伯逊并非指他的竞争对手缺少智慧，但他发现他们受规则的约束。基金的招股说明书迫使他们受制于那个框架。规则可能允许他们持有这种，而不是那种债券。规则可能禁止卖空或严禁持有某家公司过多的股份。“这些经理类似于手里不能拥有 A 牌的扑克玩家，”育斯柯说，“如果你无法拥有 A 牌，赢一局牌将异常艰难。”

随着时间的推移，蜂拥而入的新从业者指望加入这一看似充满乐趣的行业。育斯柯说，“不受这些规则约束的人开始进入业内。”所有年轻的分析师和投资组合经理都希望离开富达投资集团（Fidelity Investments），并创办下一个索罗斯基金管理公司。交易员越来越多，约束却越来越小，但大多数人并不知道怎样在这场博弈中取得更好的业绩，因此，这些不受规则束缚者不再具有优势。

育斯柯说：“如今，随着对冲基金数量的激增，这场博弈中又出现了新型傻瓜。”育斯柯说道新一代“傻瓜”没有经过大师的指点，不懂得投资组合的构建。他们中的许多人认为：因为自己是才华出众的分析师，所以也将成为卓越的投资组合经理。事实上，优秀分析师和杰出的投资组合经理是完全不同的。“分析师需要注意细节、对心态进行基础研究、能够开展积极的尽职调查，并且具备金融建模的技能。这是定量的研究。而一名卓越的投资组合经理几乎与之完全相反。他必须敏锐地察觉外推法与内推法之间的细微差别。必须阅读报表中的每一行数据，理解实际报表中未曾真正体现的各种要素，推断管理人员在公开场合没有说出的话，并发觉他们在为财务报表撰写注释时所忽略的内容。”

最后，投资组合经理需要具有勇气，勇于在结果不确定时采取决策性行动，勇于使资金置于险境。

育斯柯说，各种技能的完美结合并不是大多数人预期的对冲基金经理们共有的特点。在如今的对冲基金业，最佳经理不一定是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net

最优秀的分析师，而且他们中的大多数最注重的甚至不是投资数量。育斯柯指出，“卓越的投资组合经理通常是伟大的思考者，他们反应机敏，对工作充满激情，并接受过伟大思考者关于市场方面的指导。”

或许罗伯逊最擅于发现那种人才。“他对其有一整套研究，”育斯柯说，“他精于此道。他是不折不扣的导师。他引导他们，为他们提供工具。”而那些工具是至关重要的：经理们需要掌握一种方法和一种哲学——远见。如果他们不具备这些工具，将无法取得成功。

有些卓越的经理在培育一流人才方面不是如此出色，育斯柯认为这可能只是年龄原因造成的缺陷——或者更恰当地说，是年龄不够大的缘故。“年长智增。要成为卓越的导师，必须使自己的阅历更加丰富，更加成熟和理智。”育斯柯认为，经理们越年轻，就越难赢得学徒的尊重：“‘他比我大不了多少’，学徒们会想，‘他真得有那么出色吗？’”

多年来，育斯柯采访了数百位对冲基金经理并与之合作，基于此，育斯柯总结了一些他所认为的成功必备的品质。

独立。人们通常会将“反向投资”这一词汇与投资智慧联系在一起，但育斯柯更喜欢“独立思考者”这一名词。毕竟，如果仅仅与其他投资者反其道而行之，并不一定能令你脱颖而出。“有时候，公众舆论是正确的，而且这种势头还可能持续一段时间。”他说。

同样，某些反向投资者习惯于对一些因素进行假设，比如利率和股票市场回报是公平的轮回，他们坚信避免了重大损失的市场，最终会在长期的平均价值中体现出亏损。育斯柯引用了经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯的话说：“当然，问题是市场处于非理性状态的持续时间比那些理性投资者能够坚守的时间更长。”育斯柯指出，早进入市场其实意味着犯错误。

为获得真正的不墨守成规者的精髓，育斯柯更喜欢波士顿百骏财务管理有限公司(Batterymarch Financial Management)创始人及前董事会主席迪恩·李巴伦下过的定义：“除多少添加了一点对公众舆论观点的不可知论外，反向思维其实与智力独立最为相似。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独立思考问题的经理总是不断质疑公众舆论，并开展自己的研究。育斯柯指出，“你不能只是接受他人的看法，或者只是接受报告的内容。”

勇气。卓越投资者的杰出之处在于，他们经过深思熟虑后总是积极地冒险。甚至在成功机会渺茫之时也欣然冒险。“即使是迈克尔·斯坦哈特、朱利安·罗伯逊，或者乔治·索罗斯等投资界的传奇人物，决策正确率也仅有58%~59%，”育斯柯说，“细想之下，令人后怕。多数投资者只有30%~40%的正确率。如果你能够恰好保持51%的正确率，就会受到成功机会的眷顾。”

显而易见，没有风险意味着无法获得丰厚回报。2000年前后，养老基金等更多机构开始投资于对冲基金，而这些机构要求获得稳定的回报，尽管这意味着利润更低。为满足这些新客户的要求，有些经理倾向于减小效益波动的幅度，这种趋势既降低了收益，同时也减小了损失。

有些经理似乎更为保守，因为他们更看重通过管理资产而获得的2%的管理费，不太重视他们管理的资产所能创造的20%的收益费。比如，如果一位对冲基金经理管理着200亿美元，他只需每天正常工作，便可获得4亿美元的管理费，并且只需要拿出其中的一部分就可支付运营成本和员工工资。为什么要冒可能导致巨额亏损和客户流失的不必要风险呢？

“你真正寻求的人，”育斯柯坚持认为，“是那些理解智力风险，并敢于大赌一场的人。”他们具有惊天的勇气，好比电影《十一罗汉》(*Ocean's Eleven*)中刻画的人物。该影片讲述的是赌场抢劫的故事，曾使乔治·克鲁尼和布拉德·皮特一炮走红。克鲁尼在片中扮演的角色丹尼·奥申，曾说过在拉斯维加斯赌博时赢钱比登天还难：“因为赌城总是赢家。你在其中赌的时间越长，并且从不改变赌注金额，赌城最终会令你输得越惨。除非，当你真正开始走运时，你大赌一把，这样就赢下了赌城。”

为例证以上观点，育斯柯指出索罗斯及其首席战略投资官斯坦利·德鲁肯米勒曾赌英镑下跌，于是满仓买入，最终赚得10亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元。育斯柯还提到价值投资的传奇人物约翰·邓普顿爵士，他于1939年购买了当时纽约证券交易所列出的交易价格低于1美元、但价值100美元的所有股票，并大胆预测第二次世界大战即将燃起战火，这些股票价格将直线上升。在3年时间内，他购买的104只股票中，100只如愿上涨，成就了他的传奇。

谦虚和理智的诚实。育斯柯说，一流的经理总是不断重新评估他们的头寸。他们搜集与自己理论相反的意见，而不是仅仅关注支持他们观点的各种资料。当某个头寸朝不利方向发展时，他们的第一个问题是，“是否我进场过早或是犯了错误？这是坚定不移还是固执己见？”

最杰出的经理不害怕承认错误。育斯柯指出，“犯错时，他们会选择改正。在这一行业，傲慢没有出路，因为市场将把你挤出局。你可以自信，但不能狂妄自大。”

被育斯柯称为史上最伟大投资家之一的罗伊·纽伯格，是纽伯格—伯曼资产管理公司(Neuberger Berman)的创始人，他曾提出了被人广泛信奉的资金管理三原则：规则1：不要亏损。规则2：不要亏损。规则3：永远不要忘记规则1和规则2。如果坚持这三条原则，意味着你必须低头认错，剩下的唯一决定是如何选择。育斯柯说道：“错误与失误的差别在于，失误是你没有进行纠正的错误。紧握不利头寸，并坚持认为市场是错误的，通常无法在市场内生存。优秀的经理不会在轮船行将沉没之时仍紧紧抓住桅杆不放。他们会跳入救生圈，并开始寻找过往的其他船只。”

而且他们行动迅速。在1987年10月股市暴跌之前的那个星期五，德鲁肯米勒决定改变他的投资组合，这一改变也使他远近闻名。他原来赌美国股市将下跌，这次改变为赌股票上涨，甚至利用借款来加大投资。当天休市后，他与索罗斯(当时已经不是他的老板了)进行了交谈，并在周末时与德莱弗斯基金(Dreyfus Fund)的创始人杰克·德莱弗斯进行沟通，正是这两次谈话使他确信自己犯了致命的错误。黑色星期一那天，市场低开200点，而德鲁肯米勒在刚刚开盘时就以闪电般的速度抛空全部头寸，转入净空。到月底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，他实现了盈利。

人际关系。最佳经理懂得人际网络的价值。有时育斯柯通过与自己尊重的其他投资专业人士交谈，就会发现卓越的经理。几乎每隔一年，他都要与伦敦一家对冲基金公司，斯隆—罗宾逊(Sloane Robinson)公司的共同创始人休·斯隆共进晚餐，并特意问斯隆是否已将资金交给他人管理。育斯柯知道斯隆提及的任何一位经理都值得重点关注。他首先认定那个人很机敏。“那是因为我知道休·斯隆十分聪明，”育斯柯解释说，“而且他十分机敏，鉴别力特别强，因而有助于我缩小寻找范围。”

显然，人际网络的价值取决于这个网络中的人。育斯柯现在确信，我们会渐渐喜欢上和我们一起共事的人：“找出某人生命中最重要的三到四个人，你将了解这个人的性格。”理想的目标是与那些受到你本人或他人尊重的人建立相互联系的网络。大多数人做不到这一点。

实际上，育斯柯认为，大部分人在仔细观察与他们关系密切的同事或朋友后，会陷入深深的失望，因为他们发现这些人无法提供什么帮助。育斯柯说：“杰出经理的背后总是有优秀的导师和极好的朋友与亲人。”

越是杰出的经理，他周围的同事和亲朋好友也可能越优秀。育斯柯告诉我们，“了解他们与什么人交往，他们尊重和赞赏谁，以及他们的导师是谁，是了解他们本人性格的关键。”他谈到有一次正好在罗伯逊办公室听到他接电话的故事。罗伯逊听了一会儿后说：“你到隔壁房间去告诉普京，如果他继续让尤科斯这样下去，那麻烦就大了。”电话另一端的人正坐在俄罗斯总统弗拉基米尔·普京的克里姆林宫办公室的隔壁房间内，讨论当时由亿万富翁米卡耶·克多可夫斯基经营的尤科斯石油公司(Yukos)的事情。结果，普京没有重视这一警告——2005年，克多可夫斯基被控犯有诈骗和逃税罪，他的公司于翌年宣布破产——事实告诉我们，罗伯逊能够及时敲响警钟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抱负。对冲基金经理可能是金融市场中最充满热情的人。“在我的印象中，每一位经理都极具竞争性。”育斯柯说道，他们都拥有一些与其竞争天性相称的爱好或兴趣。马克·拉斯利经营着纽约的艾威资本集团，他曾因招待客人玩巨额赌注的扑克牌而闻名，牌局中的赌金可高达2万美元。这些经理中，许多人对自己引入的员工丝毫不留情面，敦促他们努力工作。罗伯逊就是其中之一，他喜欢雇用大学生运动员，因为他看中运动员身上的竞争天性、纪律与团队意识。罗伯逊奉行的理论是：如果运动员在高尔夫球场、足球场，或者在扑克牌桌上不懂得全力争胜，在市场上他们也会如此。

精明。即使极具勇气，而且建立了专门的联系网络，也无法弥补在智力方面的不足。“必须具有天生的聪明智慧。”育斯柯说。那种智力可能有一系列诱因。有些人是数学天才，另一些人则具有过目不忘的惊人记忆力。“有些人就是擅长对趋势进行外推和内推，”他说，“他们对市场的变化有一种感觉。他们好比是传感器，或是预言家。”他不无钦佩地提到大卫·邦德曼能够在趋势尚未发生前就做出精准预测，这是一项与识图相关的技能。但育斯柯坚持认为，邦德曼之类的大师只是拥有“与众不同的思路”。令人遗憾的是，某些最杰出的经理也无法清楚地解释为什么他们能够发现其他投资者无法察觉的东西。正如《纽约客》（*New Yorker's*）杂志的记者马尔科姆·格拉德维尔在其畅销书《决断2秒间》（*Blink*）中指出的那样，最出色的经理也无法解释为什么那样决策，因为他们只是根据多年积累的经验，不假思索地做出决策的。他们只是知道必须那样决策，而道不出其中缘由。

尊重员工。一流的经理善待其员工。他们向员工支付高额薪水，并认真倾听员工的建议。“如果你在员工心目中是和蔼可亲、值得尊敬的经理，员工就会愿意向你说出他们最好的建议和想法。”育斯柯说道。如果员工感到被欺骗或被虐待，他们将离开你，而且总会有其他的对冲基金公司接纳这些员工。对员工亲切并不意味着经理从不向员工发脾气，尤其是当他们把事情搞砸的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“杰出的经理在员工犯错时大发雷霆，” 育斯柯说，“但员工们会引以为戒，下不为例。”

诚实。育斯柯认为，“诚实可能是大部分优秀经理的明显特征，他们从不以最简便的方式做事，而是以正确的方式做事。”在育斯柯看来，如果一位经理在小事情上玩弄手腕——在打网球时获得有利的判罚，在简历中扯个小谎——他可能在大事上同样耍阴谋诡计。他可能受到别人的诱惑而对自己的投资组合内容作出错误评价，或者向投资人谎报其回报。迄今为止，一些世界上最大的对冲基金公司也曾欺骗过投资者——从迈克尔·伯格的曼哈顿资本集团（Manhattan Capital Management），到萨谬尔·伊瑟雷和丹尼尔·马里奥的 Bayou 集团（Bayou Group）——起初是扯小谎，后来发展为瞒报数百万美元的巨额亏损。

除了识别一流经理，育斯柯的任务还包括在经理们握有客户资金的时候监控他们的行为。这种观测要求提出一些不同的问题：他们是严格按自己的投资风格来投资，还是悄悄进入了自己不具备专业技术的其他领域？他们是否与年轻时相比不那么贪婪？他们生活中的某些事情是否发生了改变，令他们将注意力远离了工作？以下是育斯柯寻求获得的一些警示信号。

红色法拉利综合征。对冲基金公司利润丰厚，进入这一行可能改变一个人的命运。随着大量资金的涌入，有些经理变得懒散，或者把精力转移到娱乐消遣上，不再重视市场投资。他们的这些变化有一些容易察觉的迹象：他是否拥有一个新型运动版小车的车队？他是否正在筹划一年中的第四次度假？他的高尔夫球技明显提高了吗？育斯柯讲述了一个关于纽约对冲基金公司，塞尔伯吕资本管理公司（Cerberus Capital Management）经理斯蒂夫·费伯格的故事。费伯格半开玩笑地说自己从未患过红色法拉利综合征。他宣称，如果他搬离了自己在格林威治的房子，或者买了一辆新车，他将向育斯柯双倍返还其在塞尔伯吕公司投资的回报。育斯柯说，多年前，他本来可以要求费伯格兑现他的承诺，因为费伯格在他的旧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

车行驶 26 万英里之后购买了一辆新 Chevy 皮卡。但育斯柯假装不知道这回事。

看重财富。2000 年 4 月的头两个星期内，随着技术股票的骤然下跌，乔治·索罗斯的量子基金（Quantum Fund）亏损高达 20%，之后索罗斯告诉投资者，他将改变其旗下总值达 85 亿美元的基金的管理方式。量子基金中的大量资金是他本人的，他说自已对保住现有资本更感兴趣，而不是使之增值。“当人们将过多个人资产投入到基金中时，他们往往变得十分谨慎，”育斯柯说，“我不会雇用那些保守的员工。”

个人悲剧。育斯柯认为，“人们可能经历使自身元气大伤的悲剧或亏损——许多时候是无法补救的。”例如，一次离婚丑闻可以使经理的精力无法集中，而有些投资者甚至在法律诉讼结束之前就撤出他们在基金中的资金。不过，育斯柯说，经理们在大病初愈或遭受巨额亏损之后东山再起的例子也不胜枚举。1998 年，约翰·麦瑞威瑟的长期资产管理公司（Long-Term Capital Management）损失了 92%的资产，联邦储备局甚至提出紧急融资。一年后，他在康涅狄格州格林威治市创办了 JWM 合伙公司（JWM Partners），自那之后一直创造着稳定的收益。

是什么使经理们成功？普通选股者与市场中的超级明星的区别在哪里？是智慧、勇气，以及把自己时刻当作刚刚起步者的谦虚心态。人们不可能找出一位缺少这些个性特点的成功经理。尽管如此，对于本书中介绍的经理，最引人注意的不是他们的共性，而是他们与众不同的个性。资金管理远非一门科学，而且这些经理中，甚至没有哪两位接受过同一位导师用完全相同的方式进行的培训。有些经理擅长于卖空，另一些则是杰出的商品交易者，有些经理具有非凡的耐心，另一些则在冒险中大获成功。他们各不相同的背景、早期的成功经验及失败的教训，影响着他们的投资方式和作出的抉择。总之，这些专家级的人士能够非常深入地洞察交易艺术。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章
CHAPTER 2
迈克尔·斯坦哈特：对收益的狂热追求

迈克尔·斯坦哈特13岁时，他父亲送给他的成人礼礼物是200股股票，总价值超过5,000美元。其中的100股是宾州迪克西水泥公司(Penn Dixie Cement)的股票，另100股是哥伦比亚天然气系统公司(Columbia Gas System)的股票。股票立刻引起了小斯坦哈特的兴趣。两家公司股票的价格不断起伏，因而他的财产也可能随之涨落，这种现象强烈地吸引了斯坦哈特。他对股市近乎痴迷，几乎每天放学之后都独自一人搭乘地铁，从布鲁克林市中心来到经纪公司——巴奇公司(Bache & Company)的办公室。在那里，他仔细观察自动收报机纸条，密切注视进行交易的经纪人。很快，他开始阅读公司年报和其他财务数据，到16岁时，他在曼哈顿美瑞尔、林奇、皮尔斯、芬纳和史密斯公司都建立了自己的交易账户，他经常去那些公司，查阅它们的研究资料并进行投资。

他乐此不疲。"我开始喜欢交易风险，且风险得到回报时，我欣喜若狂，"他说，"我对我天生就喜欢这一行业深信不疑，这是我父亲遗传给我的，父亲一生都在冒险，做市场的弄潮儿。在心理上、情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感上，甚至可能在理性上，赌博与我随后采用的投资方式可能不会有太大的区别。”

也许不是这样，但斯坦哈特有一种使机会总站在他这边的天赋。1967 年，26 岁的他在纽约创办了一家对冲基金公司，第一年就产生了 90%的收益。在随后的 28 年里，他的基金扣除管理费及收益费后，年均回报高达 24%，创下了业内所有对冲基金盈利时间持续最长和利润最佳的纪录。

尽管斯坦哈特最初是以选股人的身份进入这一领域的，但后来他却因其卓越的宏观管理才能而闻名于世，他会在股票、债券，从更小范围讲，还包括货币的走势上下赌注，从而竭力追逐宏观经济的发展趋势。斯坦哈特成功的一个秘诀在于他的激情，在他看来，每一天都是赚钱的新机会。“这表明我无时无刻不在思考着自己的投资组合，”斯坦哈特说，“丰厚的收益给了我成就感和满足感。我无法将自我感觉与收益区分开来，当情况糟糕时，我高兴不起来。我沉浸在悲伤之中。”

1994 年，斯坦哈特的基金遭受了 31%的亏损——这是其职业生涯里出现的唯一一次巨额年度亏损——他几乎崩溃了。翌年 10 月，总值达 26 亿美元的基金当年上涨 20%，他宣布退休，当时他 54 岁。

在斯坦哈特位于曼哈顿市中心的办公室里，陈列着一个装满他收集的犹太文物的玻璃盒，包括一个九分枝圣烛台和数个刻有希伯莱圣经的胸牌银器。66 岁时，他大部分的头发开始脱落，胡子变得花白，还戴上了老花镜。尽管斯坦哈特以一位严厉的老板而著称，但他语气平和，性情开朗。他的讲话不时夹杂着诸如“废物”和“傻瓜”之类的意第绪语（译者注：犹太人使用的国际语）词汇，这是他青年时代在布鲁克林区的本森赫生活的结果，这一地区在 20 世纪 40 年代聚居了大量中低阶层的犹太人。

斯坦哈特的童年时代与他的多数同学都不同。他的母亲克莱尔在婚后不到两年就与常年沉迷于赌博的父亲索尔离婚了。在外祖母的帮助下，母亲独自抚养着小斯坦哈特。尽管斯坦哈特早年对父亲的记忆只是零碎的片断，但父亲并不想让儿子缺少富有的孩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子所享有的优势。16 岁那年高中毕业后，斯坦哈特决定到纽约的城市大学(City University)上学，主要是因为该学校提供免费教育。他父亲想法不同。一天，他把小斯坦哈特带去吃晚餐，要他到宾夕法尼亚州立大学(University of Pennsylvania)的沃顿商学院(Wharton School)上学。他承诺只要斯坦哈特同意，他将支付学费。斯坦哈特答应了，父亲也很好地兑现了自己的承诺。

尽管如此，斯坦哈特仍不喜欢这种意料之外的事情。由于担心父亲可能无法支付完成四年学业所需的全部学费，斯坦哈特只在沃顿商学院上了 3 年学。他还在该校就读时，父亲被逮捕了——当时的纽约地区律师弗兰克·霍甘称他父亲是美国最大的珠宝销赃者——并最终被判入狱两年。尽管这样，父亲还是设法支付了斯坦哈特的全部学费。

3 年的学习时间不可能够斯坦哈特在沃顿商学院修完其金融专业所需的学分，因此，他转而主修社会学。这对于一个准备在华尔街开创自己事业的学生而言，几乎不是一种常规的途径，但斯坦哈特告诉我，攻读社会学和统计学为他以后的发展奠定了优势。社会学使他学会了在市场决策时用系统方法思考人类行为。统计学则使他领悟到如何应用概率理论计算各种不同事件发生的可能性。他善于利用不完整的信息下赌注，这是投资的一项必备技能。

在军队短暂服役后，斯坦哈特在经纪公司洛布—罗德斯公司(Loeb Rhoades & Company)担任了几年分析师，之后，他和两位朋友，霍华德·伯科威茨和杰罗德·法恩一起决定创办他们自己的对冲基金：斯坦哈特—法恩—伯科威茨公司(Steinhardt, Fine, Berkowitz & Company)，该公司是斯坦哈特管理公司（Steinhardt Management Company)的前身(法恩于 1976 年离开公司，伯科威茨于 1979 年离开公司)。当时他只有 26 岁零 7 个月。公司于1967 年 7 月开业，共有 8 名员工、770 万美元资产，主要是从亲戚和朋友那里借来的。斯坦哈特具有交易天赋，而他的两位合作伙伴则更注重股票分析。

从 1970 年 6 月 30 日到 1972 年 12 月 31 日，加上再投资的股息，标准普尔 500 指数(S&P 500)攀升了近 76%。但斯坦哈特和他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的合伙人没有跟上这一步伐。到 1970 年 9 月 30 日该年财政年度结束时，他们的基金仅上涨了 8.7%。尽管第二年上涨了 42.2%，但到了 1972 年，基金的表现又不如市场。那是因为他们赌那些曾经推动指数上扬的股票——伊斯曼·柯达、通用电气、强生 & 强生等等——都会暴跌。斯坦哈特认为这些所谓的“闪亮 50 股”(Nifty Fifty)的价值达不到当时的股价。这些股票激起了买入并持有型投资者的兴趣，但斯坦哈特深知没有哪只股票会永远保持上涨势头，因此认为这种现象只是一时的风气。接下来两年的股市走势果然印证了斯坦哈特的观点，到 1974 年 9 月，标准指数暴跌了 43%，而这轮下跌正是由“闪亮 50 股”带动的。但斯坦哈特却创造了可观的利润。本着真正的反向投资精神，斯坦哈特和其合伙人开始在 1974 年末买入那些跌到接近底部的股票，当时大多数经理绝望地认为股票还会继续下跌。

斯坦哈特这种在极为剧烈的上涨和下跌行情中实现盈利的能力，展示了他在自己称之为“不同的感知能力”方面的天才。实现巨额盈利的方法是有自己独特的观点，它来源于比其他人更好地理解和洞察市场，并与市场中其他人的想法有着天壤之别。有了对市场的充分理解，他可以集中其资金进行豪赌。

1981 年，斯坦哈特进行了其平生的第一次豪赌，这或许是他展现其不同的感知能力的最生动例子。20 世纪 80 年代初，美国经济面临着大规模的通货膨胀和巨额的财政赤字。短期证券和 30 年债券的利率上涨，到 1981 年年中实现获利。华尔街分析家预测通货膨胀将继续加剧，迫使利率进一步上涨，而债券价格则会下跌。但斯坦哈特的观点与之完全相反。他认为美国联邦储备局主席保罗·沃尔克将严格控制通货膨胀，并将不断提高利率来实现这种控制，从而使美国经济进入萧条期。斯坦哈特高瞻远瞩地发现这一减速信号，他甚至为纽约的出租车开发一个指数，用以跟踪观察有多少辆空车在路上行驶。

1981 年春，他开始赌美国的经济将比预期更迅速地减速、利率下跌、债券价格上扬。因此，斯坦哈特大赌一场。他利用当时管理的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7,500 万美元的资产，并借助贷款，用 2 亿 5,000 万美元资金赌 10 年期的美国国库券价格飙升。甚至在债券价格下跌的时候，他还增加了头寸。一段时间后，他在债券上亏损了 1,000 万美元。一些投资者把他们的资金从基金撤出，因为斯坦哈特虽然擅长于股票交易，但却初涉债券业务。他的投资组合价值大幅波动，但到 1981 年 9 月 30 日斯坦哈特的财政年度结束时，回报率达到 10%。第二年，他宣布了令人难以置信的高达 97%的收益，主要利润来自于债券。

几年以后，斯坦哈特对经济形势有了另外一种不同的感知结果。1987 年 4 月，在给投资者的一封信中，他概括了自己对美国股市担忧的原因。他认为公司的利润与股票价格的比率偏高，红利却偏低。股市里基本上没有低价股，他认为低增长、低通胀和低利率的环境不会维持太长时间。他确信，要么美国经济将削弱，要么，如果它得以恢复，利率就可能上涨。他还预计股市震荡将更加剧烈。斯坦哈特向其投资者写道，“随着所谓程序交易的出现，以及新的衍生金融工具的激增，潜在的不稳定性大大增加”，他补充说，道琼斯工业平均指数（Dow Jones Industrial Average）涨跌 50 点或 100 点，不再被认为是令人震惊的。“考虑到当前的市场动力情况，我倾向于在这类市场行情下采取更加谨慎的投资策略，尽管有可能因此错失股票价格继续大幅上涨所带来的盈利机会。”他写道。

斯坦哈特的投资组合一直十分侧重于他预期下跌的股票，但在数月时间内，随着股价保持上扬，卖空的“明显风险”战胜了他，于是他开始购买股票。而随着股价继续上涨，他买入更多股票。到 9 月底，斯坦哈特的股票上涨了约 45%。即使标准普尔 500 指数于 10 月 16 日骤然下跌了 5%，他也不担心。接下来的星期一，市场开始放量下跌，而斯坦哈特认为这种恐慌心理被夸大，因而在下跌途中买入了更多股票。到那一周的周末，他的损失几乎把当年的收益全部冲销。尽管 1987 年是他失意的年份，但斯坦哈特仍不失为一个很会赚钱的人，他宣称，自己取得成功的重要因素之一，就是在长期持股同时，也成为每日甚至每时交易的短线投资者。“如果投资者对短线反应不灵敏，我认为无法取得极为辉煌的效益，”他说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我曾经长时间持有过许多股票，但我把市场中的一切机会，不管它们是长线机会或是短线机会，都视为我的赚钱良机。”

他也不会迅速止损。他说，“我很固执。”尽管如此，他还是会不断重新审视其选择该头寸的依据，以确保自己不犯错，或者情况没有发生变化。

斯坦哈特认为，他之所以能成为一流的资金经理，主要是因为自己很早就接受了股市的洗礼。“我 13 岁时就初涉股市，”他说，“到 19 岁从沃顿商学院毕业时，我已经有了丰富的经验。我曾犯过许多错误。但犯错误的时间越早，教训吸取得越早，就越有利于自己的成长。”

对斯坦哈特而言，最好的教训总是来自最大的失败。他曾有过两次惨败。一次是预测 1987 年股票市场将崩溃，然后当它真正到来时却未能避开亏损；另一次是 1994 年他错误地在债券中下赌，导致基金贬值近 1/3。“我不记得成功的交易，”他说道，“我所记得的都是惨痛的失败，因为我可以从那些失败中吸取教训。人们从失败的教训中学到的东西比从成功经验中学到的要多。”长期在斯坦哈特的公司中担任首席交易员的约翰·拉坦佐说：“当斯坦哈特犯错误时，他总是立刻认识到这些错误，而且也以同样标准来要求其职员。”约翰·拉坦佐目前离开了斯坦哈特的公司，经营着自己的公司——拉坦佐管理公司（Lattanzio Management）。拉坦佐说，如果一位分析师来到斯坦哈特面前，坦率地承认自己犯了错误，斯坦哈特不会大声怒吼，“他会说，‘没关系。你犯了错误。重新把钱赚回来并继续工作。’迈克尔犯的错误比大多数人犯的错误都多，而这正是他之所以杰出的原因。”只有在分析师犯错后仍坚持错误的观点时，斯坦哈特才会大发雷霆。

在斯坦哈特的职业生涯中，他几乎到最后才认识到，自己管理资金的方式是独特且保持不变的，无论是他正在投入重赌的股票、债券，还是可能增值或贬值的货币。“我几乎每次都是十分迅速地进场，”他说，“我总是对那些别人不太看好的东西感兴趣，如果在它们的价值接近或到达底部的时候，或者从图上来看让人感到恐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惧的时候，我买入它们，我会感到心情非常愉快。我喜欢买入当前正在以远低于原价卖出的东西。这正是纽约下东城（Lower East Side）犹太人的心理：如果某物曾经卖到 9 美元，而我可以花 3 美元买入，我将以这一价位买下它。”

斯坦哈特始终牢记在心的一次交易，是他在 1993 年年中考虑的 IBM 的事情，当时小路易斯·郭士纳刚刚担任 IBM 的首席执行官，斯坦哈特就开始购买这家电脑制造公司的股票。IBM 公司已多次进行大规模的坏账转销，而由于该公司是业界强有力的竞争者，斯坦哈特相信它会重振雄风。他最初买入时，股票价格是 40 多美元，他看着股票跌至 30 多美元。“我又买入了数百万股，”他说道，“股价开始回升的时候，我开始在 50 多美元的时候卖出，因为我已经形成了自己的观点。我足够明智，预见到当时股票的低价格正处于底部。它已经从 30 多美元走了出来——很多年以来一直处于那个低点——并攀升至 50 多美元，这时，在某价位上我开始逐步退出。我对股票价格到底能涨到多高这个问题几乎没有兴趣。智力游戏已经结束。我十分迅速地买入，倔强地坚守，通常开始遭受亏损，最终我会十分迅速地在获利后离场。这就是我不变的投资方式。”

在他预计将大跌的股票上打赌让斯坦哈特很痛苦。“空方充满了焦虑。”他说，“我赌世界上最受欢迎的公司、最有吸引力的股票将大幅下跌。有时候我没有勇气坚守，但通常情况下我会。甚至在我盈利时，我不会考虑可能盈利的数量。我总是很快下赌注。在我整个职业生涯中，我始终保持这种风格。我可能在价格走势疲软的时候买入——像反向投资者那样买入。由于智力回报不会如此巨大，或者我坚持认为不会如此巨大，因此，我对实现可能的最大收益反应迟钝。我只在我有投资动机的领域投资。”

斯坦哈特承认这种方法有缺陷。“你必须考虑使收益最大化，而不仅仅是满足于当前的收益，”他说，“但我在收益耗费的心思，远不及我用在应对智力挑战上的精力。”尽管如此，他还是会设法产生最好的回报。在斯坦哈特宣布退休的时候，他说，最初投资在他基金里的 1 美元，当时已升值为 462.24 美元。而投资于标准普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔 500 指数的 1 美元仅升至 17.06 美元。“根据资本可能产生的最大回报，我是世界上最好的资金经理。”

经理怎样获得如此好的收益，不存在一成不变的公式，但对于斯坦哈特，交易者的一生都要求具有强烈的直觉和听从这些直觉的坚定信念。“潜意识地学习比有意识地学习，所学到的东西更多，”斯坦哈特说，“在激烈的竞争中，我们可能谈论某次交易。一些人可能走进来向我讲述某个故事，而我会说，‘不，那样感觉不对。’”斯坦哈特无法每次都清楚地说明怀疑的原因，但他的直觉是强烈的，而且他相信这种直觉。他宣称他并不是先天就有良好的直觉，而是后天学来的。他的潜意识会将各种信息筛选一遍，但这些信息并不完整，正是借助这种不完整的信息，他最终会形成一些结论。“结论不会总是正确的，但它们值得关注。”而当他没有注意时，通常后悔莫及。“我不希望强迫下属重视我的结论。他们工作都很努力。因此，有时候，我喜欢将自己的结论与他们的结论放在一起对照，最后发现他们是错误的。”

然而，得出正确结论并不仅仅依靠直觉。他在做的过程中学。“我的直觉相当好，是因为我的经验既丰富又广泛，”斯坦哈特说，“经验相当丰富的最佳交易者往往能够理解投资管理界的其他人不会理解的方式。”做得越多，收获越大。“在职业生涯中，资金经理可以做出 X 个决策和 50 倍的 X 个决策。做出 50 倍 X 个决策的人学到的知识更多。”

那些决策的累积效应将提高包括直觉在内的各种技能，它们将在投资中发挥作用。他解释道，“任何决策的内涵，都包括各种实情、判断、图表、价格走势，这些不一定进入你的意识，但会以某种方式走进你的潜意识。”

但是，即使是最有经验的交易者(不管他的直觉怎样明确地告诉他)，都必须与市场的诱惑作斗争：那些可以使他们放弃基本原则的诱人机会。1994 年，斯坦哈特就犯了一个那样的错误，也是他一生中最大的错误。之前的几年里，他已经在全球股票和债券市场的发展趋势中，为他不断增长的资产寻找投资领域，他的资产在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1993 年已经接近 50 亿美元。由于当时从华尔街的经纪公司那里贷款十分便利，他买入了价值 300 多亿美元的外国债券，当年上涨超过 60%。

斯坦哈特和许多其他对冲基金都在赌美国和国外的债券价格将上涨。联邦储备局 5 年来一直在降低利率。通货膨胀率处于相对较低的 2.7%的水平，这暗示那些债券的价格将不会涨得过高，以证明利率增长的正确性。随后，在 1994 年 2 月 4 日，随着表明经济增长正在加速的数据的公布，联邦储备局出人意料地将利率调高 0.25 个百分点。这一变化使美国债券，尤其是外国债券骤然下挫。斯坦哈特说，多年来他犯的错误不少，但这一次错误是由于他违背了自己的最基本原则，因为他并没有比别人更多地了解市场行情。他变得自高自大，而且，相对于市场中的交易量，他的头寸规模过大。他没有向自己提出一个他经常向分析师提出的问题："关于这次投资，你掌握的哪些情况是其他人没有掌握的？"

在对冲基金管理中，斯坦哈特十分关注谁掌握了什么情况。华尔街喜欢把投资者管理投资组合的方法进行交叉分析。每一位交易者都有各种金融工具可以利用，从蜡烛图到跨市场分析，从转移行业投资到艾略特波浪理论。斯坦哈特对杰出经理的衡量标准很简单：谁获得了最佳回报？在这一阵营中，他选择伦敦埃杰顿资本公司(Egerton Capital)的合伙人约翰·阿米蒂奇。阿米蒂奇于 1994 年 11 月创办的旗舰欧洲股票基金，自创办之日起，一直获得约 20%的年均回报。"除非你的收益很好，否则就无法成为卓越的资金经理，"斯坦哈特说，"当我在每月月底查阅我投资的四十多家对冲基金时，我只关心他们的收益。他们在总结为什么做得好，为什么做得不好，等等这些，我都不关心。"

斯坦哈特声称，与经理进行讨论，实际上可能被误导。"我过去常说，我在与能够比我更清楚地解释原因的人做交易时，亏损更大，因为伶牙俐齿的人能够说服你，但他们不一定正确，"他说道，"我们都可能被其他人说服，但最终，收益是最重要的。"而他会极为迅速地做出决策，确定某人是否有实现这些收益的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使那样，也并不意味着斯坦哈特会在某位经理正经历其低谷时断绝与他的合作。“如果我信任某个经验丰富的人，我会做好准备经历一段时间的亏损，但那是基于长期的良好效益之上的。”

斯坦哈特承认，他对成功的评判标准，比大多数其他投资者和交易者的评判标准窄得多。“有许多非常成功的资金经理，其总体收益是我的一半或者不及我的一半，”他说，“他们一开始做的事情与我所做的大相径庭。他们不打算在美国获得最佳效益，他们不打算在上涨和下跌的市场中获利。但他们以极其重要的方式取得成功。我的着眼点十分狭窄。我只关注收益。我不会特别关注如何组建一家公司或建立一份受管理的资产。获得极好的效益使我有成就感和满足感。当我收获的效益没有达到我自己制定的不切实际的标准时，我感到十分糟糕。其他人或许采用更为均衡的视角，他们准备以极其独特的方式做事。他们创办公司，培育客户，建设一个组织。他们会为与自己的角色完全相异的目标而努力。

斯坦哈特直率地承认自己并不擅长于管理。他有时候不信任自己的分析师，他告诉我们他曾趁一位分析师出去吃午餐的空挡卖了那位分析师的头寸。“我不能建设组织，”他说，“我对那毫无兴趣。”正如他所理解的那样，建设组织与他对收益的狂热追求相冲突。“如果我必须再做一次，我对收益的热情可能会减少一些。我会给合作伙伴更大的空间。”

尽管如此，人们还是怀疑他仍迷恋于创造巨额利润。鉴于他们曾经收取标准的 2%的管理费和 20%的收益费，如今对冲基金的回报率下滑令斯坦哈特沮丧不已。“20 世纪 60 年代、70 年代、80 年代的对冲基金经理与如今的对冲基金经理相比，差别太大，”斯坦哈特说，“那时候，一谈到收益，就会令人精神抖擞，有一种精英优越论的感觉。如今都一去不复返了。人们可以在没有获得出色收益的前提下开创其对冲基金事业。”

虽然如此，斯坦哈特还是发现了一些令他印象深刻并获得了显著回报的经理。他在约 40 家基金里投过资，并希望获得相当保守的收益。他从来没有想过在 1 年内亏损，但预计大多数基金的回报率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不超过20%。约翰·阿米蒂奇就属于这一类型。"约翰兼有仁慈与谦逊的美德，并且具有很强的竞争精神，这些都是人们希望资金经理所具备的性格特点，"斯坦哈特说，"他与人们预期的一样优秀。"

尽管阿米蒂奇比斯坦哈特年轻了近20岁，但他也算不上是对冲基金领域的新手。他建立了一家资产达60亿美元的对冲基金公司，埃杰顿公司。拉坦佐曾称阿米蒂奇为"非常优秀的选股师和资金管理巨人"，拉坦佐与这位英籍的经理第一次见面时，阿米蒂奇刚刚与老虎基金的前分析师威廉·布林格联合创办了埃杰顿资本公司。斯坦哈特是该公司的第一位客户，斯坦哈特的基金为他们在欧洲股市中提供了一系列的资本。

拉坦佐说，阿米蒂奇的伟大之处在于他的智慧和诚实。与斯坦哈特一样，如果阿米蒂奇犯了错误，他会立即承认。拉坦佐说，"他不会对自己的头寸爱不释手。那仅仅是一张纸。"他解释道，阿米蒂奇一遍又一遍地仔细检查他持有的头寸，反复询问自己是不是愿意以当前的价格买入它们。如果答案是否定的，他就卖出它们。

由于已退休，斯坦哈特可以更多地关注其他他感兴趣的事情。如今，他是一位著名的慈善家，主要支持犹太人的事业。尽管他曾公开宣布自己是一名无神论者，但他的目标是通过教育、宗教和文化等举措，使犹太人身份得以复兴。他资助"以色列生存权"（Birthright Israel）等计划，此计划已经为年龄为18~26岁、从未到过圣域（Holy Land）的年轻犹太人免费提供了13万次到以色列旅行的机会。2004年，他买下了纽约智慧树投资公司（Wisdom Tree Investments）的股份，该投资公司建立了一批在股票交易所交易的特别指数基金。他收藏艺术品，包括保罗·克利、杰克逊·波洛克和帕布罗·毕加索等著名画家的作品，还收藏犹太文物和古代文物。我们在斯坦哈特的办公室与他交谈时，他试图说服妻子朱蒂卖掉一幅波洛克的画作，该作品是他在六、七年前花270万美元买来的，艺术品经销商已经为该画作报出了2,000万美元的高价。

但他的妻子没有同意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章
CHAPTER 3
约翰·阿米蒂奇：谦虚、谨慎、理性

2007年3月1日，当我与约翰·阿米蒂奇约见会谈时，他显得有点心事重重。当我问及他在伦敦总值达60亿美元的对冲基金公司——埃杰顿资本的相关情况时，他虽然专注地倾听我的问题，但在回答时却显得心神不宁，不时瞟向自己的黑莓手机查阅短信。他的一只眼睛布满血丝。

他的这种心神不安是可以理解的。当时，该对冲基金正在市场中艰难度日。欧洲50家最大公司的基准指数——道琼斯斯托克50指数(Dow Jones STOXX 50 Index)，自2月26日收市以来，已骤然下跌了5%——达到2003年以来的最大跌幅——这种下跌是对全球经济增速放缓的担忧所致。在当年前两个月涨幅约达4%之后，埃杰顿资本公司的3家主要对冲基金公司已经在不到3天的时间里，将它们所有的收益全部冲销。1月，这些基金还拖累了基准指数。“去年我们情况很好，”阿米蒂奇说，“我花了将近一个月的时间尽情享受成功的喜悦。”

随着行情好转，他其实不必在接受采访时忧心忡忡。到3月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底，这些基金反弹了4%，而到8月末，尽管7月和8月初市场动荡不已，但它们仍获得了约5%的回报。

1994年，阿米蒂奇与威廉·布林格共同组建了埃杰顿资本公司，后者曾担任过高盛公司的分析师，并且是老虎基金首席执行官的校友。埃杰顿资本公司是伦敦最大和成立时间最长的对冲基金公司之一，自成立之日起至2007年年中，该基金除去管理费后的累计年均回报率约为21%，从未在哪一年遇到过亏损。

阿米蒂奇乐于找寻他和他的团队认为在业内被低估的欧洲公司。他寻找那些能够比市场表现更好的股票。阿米蒂奇把“更好”这个词定义为重大的跨越：他只买入预计在一年中将增长30%的股票。尽管他的这一策略侧重于那些他预计将上涨的股票，但他也会卖空股票。那些股票占到其投资组合的约5%~15%。

阿米蒂奇现年47岁，尽管头发已白，但他有着英国公学大男孩般惹人喜爱的凌乱外表。事实上，他曾在伊顿公学（Eton）上学，并进入剑桥大学（Cambridge）攻读历史学。我约见他那天，为了设法使衬衫与裤子相配，他上身穿一件蓝色的呢绒衬衫，下身穿着海军棉布裤，而他的袜子已滑落到足踝以下。阿米蒂奇手指上的金戒指已陈旧到令我无法辨认其标记的地步。

非常谦虚——这与新世界中如此流行的自以为是的金融界牛人的典型形象完全相反——阿米蒂奇把埃杰顿的成功归因于勤奋工作、专注和自控，而不是任何发现好股票的超自然能力。早在他为目前属于德意志银行（Deutsche Bank）的摩根建富（Morgan Grenfell）工作时，阿米蒂奇就以谦虚而为人称道，远近闻名。在那里，他管理着一流的欧洲股票共同基金。阿米蒂奇把他在对冲基金世界的地位比作中世纪为大教堂雕刻正面塑像的无名工匠。他们不是达芬奇或米开朗其罗之类的创造性天才，但他们受过良好的训练，并做了值得做的事情。“我们在这里所做的是缺乏原创性和差异性的事情。它是可以通常学习得来的。”他说。

阿米蒂奇的谦卑只与他的人生动力相匹配。“我一直想成功。”他说，稍稍停顿后补充道，我是一个对任何事情都不认为理所当然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人，这一点不言自明，“很长一段时期，我缺乏自信。”

2007 年 2 月末和 3 月初短暂的股市灾难本应令经理们感受到巨大的压力，但尽管市场骤然下跌，阿米蒂奇也没有动摇，既没有大胆买入，也没有迅速卖出。这种自控是他管理资金的特别之处。“我们不喜欢以与我们买入股票时的不同方式抛出它们，”他说，“我们不会仅仅因为股票可能上涨而买入它们，因此，我们也不会仅仅因为它们即将下跌而抛售。”他和他的团队不使用借贷资金来下赌注，并且买入一些股票指数的看跌期权（一种协议，赋予买家在规定日期之前以规定价格出售指数的权利），保护自己不受股价暴跌的影响。但是，随着股票价格开始急剧下挫，阿米蒂奇也并没有买入任何股票。“那可能是胆怯的表现。”他说道。

有 8 位投资组合经理帮助阿米蒂奇经营埃杰顿。“如果头寸大，我必须工作，”他说，“如果我不喜欢那个头寸，我宁愿它不进入投资组合。”他通常不会召集正式会议，而是偶然走进人们的办公室，与之进行非正式的聊天。

埃杰顿通常持有 60~80 个头寸，其中的 20 个占资产总值的 60%左右。阿米蒂奇对市场中的公司进行分析，选出在回报方面有可能有最佳表现的股票，并根据哪只股票将使他获利最大进行排名。2007 年初，他的最大头寸占投资组合的 7%。他着重关注中、大盘股，并且把大量时间用于讨论管理。“只有与公司的管理层见面并交谈，你才能做出判断。”他说道。

尽管阿米蒂奇寻求那些以相对于公司盈利潜力而言较低价格出售的股票，但他对那些需要进行调整的公司不是特别感兴趣。“我喜欢持有业绩优良公司的股票，”他说，“我不希望早上看到《金融时报》（*Financial Times*）的大标题时使我不舒服。我希望持有的公司不一定是业内最佳的，但它们应当是业绩突出的。”他希望公司管理严格、有大量现金流产生、资产负债表显示运营良好，并展现出巨大的增长潜力。2007 年初，该基金的头寸中就有西班牙毕尔巴鄂比斯开银行（Banco Bilbao Vizcaya Argentaria），这是埃杰顿从 2005 年末开始吸入的头寸，2007 年成为其最大持仓者。西班牙毕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔巴鄂比斯开银行在拉丁美洲，包括墨西哥，都有出色表现。"一家业绩相当好的零售银行，"他说，"其清算账目十分稳健。"到 2007 年，西班牙毕尔巴鄂比斯开银行占据了墨西哥市场 30%的份额，这归功于收购了 Grupo Financiero Bancomer 银行，后者在 2000 年是墨西哥最大的银行。鉴于 45%的墨西哥人尚未拥有银行账户，而且有待偿还的房产抵押贷款总数与英国任何一年的储蓄与贷款总数相当，阿米蒂奇判断 Grupo Financiero Bancomer 银行的业务将会猛增。在墨西哥的运营使毕尔巴鄂比斯开银行在 2007 年春季的利润增长了 31%左右。

埃杰顿基金的第二大头寸是俄罗斯第二大移动电话公司——OAO Vimpel Com 的美国存托凭证。由于 OAO Vimpel Com 公司获准以相对较低的成本进行扩张，且不必承担大量债务，因此该公司的大部分增长是自然增长，而不是通过并购实现的——所有这些都令阿米蒂奇对其情有独钟。阿米蒂奇说，尽管该公司在俄罗斯的移动电话订户总计达到 1 亿 5,200 万，几乎比该国人口多出 1,000 万，但由于许多俄罗斯人拥有多部移动电话，因此，这种饱和度似乎并不算大。俄罗斯人的生活水平正在提高，手机使用也日益普及。2007 年一季度，Vimpel Com 报告的现金流创下了新纪录，而在整个 6 月份，其股票猛涨 36%，与上年相比上涨了约 80%。

埃杰顿的另一较大持仓是仁士德信息服务（Randstad Holding），位于荷兰迪门的一家临时就业公司。尽管该公司还在法国、西班牙和葡萄牙运营，但其主要业务在荷兰和德国。在欧洲，提供临时雇员是一项目前虽小，但却正在增长的业务。"管理层以非常严格的纪律来经营企业。如果我拥有一家私营企业，我希望他们来经营。"阿米蒂奇说道。与该基金的另两个主要持仓不同，仁士德信息服务能够产生现金流，并在 2007 年一季度宣布其利润比上年增长近 50%。

阿米蒂奇总是不断重新审视他的头寸。"我没有自己所希望拥有的那种反应迅速的思维能力，"阿米蒂奇说，"我需要一遍、一遍又一遍地仔细查阅原始资料。每次查阅，我都要提出更多问题。随着时间的推移，我练就了更好的理解力，而且我开始对股票的优与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劣有感觉了。”阿米蒂奇渴望进行研究，下班时，他总是手拿数镑重的财务报表，他曾经告诉一位采访者，查阅年度报表是他的爱好。

随着时间的推移，他培养了在决策时深思熟虑的习惯。“我过去投资时往往比较草率，现在不了，”阿米蒂奇说，“年轻时，我可能决策的更快，而且更迅速地吸入头寸。”如今，他总是提醒自己，如果你不持有它，它也不至于要你的命。

如果在适当的情况下，例如美国食品和药品管理局(FDA)已批准了一种新药，那么阿米蒂奇可能买入更加难以理解的股票，例如那些生物技术公司的股票，但尽管如此，即使进行广泛的研究，也无法深入细致地洞察每一家公司，这可能是阿米蒂奇倾向于选择他理解的公司及产业的原因。“如果美国食品和药品管理局批准了一种治疗肿瘤的新药，这对我来说太好了。”他说。不过，他往往对技术公司敬而远之，就是因为难以判断某种当今热门的新技术，是否不久便会过时。“谁知道 Google 是否会成为 5 年之内继切片面包之后最理想的创造发明呢？”

持续的研究工作还有助于阿米蒂奇决定何时抛售。他在更多地了解所持股票的公司的同时，不断地重新评估其增长潜力，这就是他为什么不使用精确的目标价格来告诉自己何时退出交易的原因。一方面，他对止损的使用感到不舒服，另一方面，他也不喜欢预先设定目标价格，因为那样将迫使他在股票达到一定价位时退出该股票的操作。阿米蒂奇说，股市中确实有一段时间适于使用止损，但正是那个时候，市场将由买入并持有型投资者所主导，而短线投资者则变得更加理性。如果一只股票突然下跌，它可能是由于某人事先知道了一些别人不知道的情况所致。如今，由于更多热钱投入或撤出股票，市场往往变得更加不稳定。在熊市中，他发现止损会动摇投资者使其放弃业绩较好、但一度随着指数的下跌而下跌的公司。

为了发现哪些股票正面临困境，阿米蒂奇和他的团队进行了同样的深入研究，分析他们正在关注且准备买入的股票。在 2001 年和 2002 年股市暴跌的行情中，他们卖空那些账务存在缺陷的公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票和那些现金流呈负数的公司的股票，这一策略十分成功。他说，如果某家公司正遭受大量的现金损失，它的破产只是时间问题。

利率处于低位时，借贷较为便利，通过卖空——抱着你在随后的更低价位又可将其重新买入的希望，利用借贷资金买入股票并在随后抛售——赚取利润变得更为艰难，而阿米蒂奇往往在其投资组合中几乎不会持有这类股票。在 2007 年年初微调之前，阿米蒂奇告诉我，卖空已经开始影响收益。“有些投资方法是先天的，但卖空不是，”阿米蒂奇说，“大多数时候，股市上涨或持平。卖空会承担大量的风险。”这也是他很少进行卖空操作的原因。“与你曾经采访过的任何基金相比，我们是最传统的，而那种保守来源于我们对自身局限的理解。”有些杰出的经理很早就进入股市，并在十几岁时就开始磨练他们的投资技能，阿米蒂奇与他们不同，他进入资金管理业只是偶然。他从未考虑过从事金融业，也从来没有过放学后急忙赶回家，静心凝视股票图的经历。他进入金融业的动力十分简单：1981 年，大学毕业后的阿米蒂奇急于找一份工作，而当时商人银行正在招聘。“我相信在那工作的人都是知识界的精英，工作节奏快，令人兴奋，”阿米蒂奇说道，“当时，我与如今正在规划其事业的人们相差十万八千里。”他最终选择了摩根建富（Morgan Grenfell）。“我非常幸运。”

阿米蒂奇一开始担任分析师时，他并没有立即被工作迷住。“一段时间后，我才对自己的工作感到满意，而在五、六年后我才开始充满激情地投入其中。”1988 年，迈克尔·杜巴森——一年后担任摩根建富的首席执行官——任命阿米蒂奇为一家共同基金的经理：摩根建富欧洲增长信托基金（Morgan Grenfell European Growth Trust）。阿米蒂奇兴奋不已，他开始全力以赴打造成功的事业。“这非常孩子气，但我真的希望终有一天我的故事能够刊登在《金融时报》上。”

他做到了。在阿米蒂奇经营的 6 年里，这家基金成为了欧洲一流的共同基金，领先于其他 84 家竞争对手，比年均指数回报多出 10 个百分点。随后布林格带着一份建议来找他。前任对冲基金经理迈克尔·斯坦哈特（参见第 2 章）也乐于为布林格提供一些资金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代表斯坦哈特的对冲基金在欧洲股市里投资，而布林格请阿米蒂奇一道，共同创办一家公司。这一建议完全出乎阿米蒂奇的预料。“我以前想，我今后将一直呆在摩根建富了，”他说，“我的薪水很高。几乎和拥有一家小公司一样。”

布林格建议阿米蒂奇管理斯坦哈特的账户，并创办一家对冲基金公司。阿米蒂奇开始对此产生了兴趣。他喜欢并信任布林格。何况，自从 1987 年离开老虎基金后，布林格已经自己经营了一家对冲基金公司，时间长达 5 年左右，因而他经验丰富、技能娴熟，令阿米蒂奇感到如虎添翼。尽管阿米蒂奇以前从来不必为公司的业务烦恼，因而毫无管理经验，但他却在投资方面创下了纪录。

布林格也同样创下了投资界的纪录。在高盛公司，他早在 1980 年就是一名石油交易的分析师，当时的石油价格为每桶 40 美元，而在任期内，他观察到油价将朝着 10 美元/桶的方向下跌，并最终于 1986 年达到这一价位。在那些行情中，布林格学会了一两种股票卖空的技能，而正是这些技能促使老虎基金的朱利安·罗伯逊（参见第 15 章）最终雇用了他。

除了在卖空方面比阿米蒂奇经验更丰富，布林格还在规避基本风险方面胜过阿米蒂奇。他往往采用更宽广的视角来观察世界的宏观经济，而阿米蒂奇则更精于公司的管理细节。阿米蒂奇说，布林格好比在动荡市场中的压舱石，他考虑公司应持有多少现金，或者应买入多少指数看跌期权。“他总是在考虑接下来将会发生什么事。”

本世纪初互联网泡沫破裂和全球股市崩溃之后，他们不同的投资风格为基金的投资者带来了福音。2001 年，他们的基金上涨了 1%，而当年欧洲股市暴跌 17%，到 2002 年，旗舰基金飙升接近 12%，可能创下了他们有史以来相对于基准指数而言收益最佳的纪录，而当时基准指数大跌 32%。他们并没有持有很多互联网股票，而且尽管他们的多头头寸没有带来太大收益，但他们持有指数看跌期权和美元看跌期权，前者使他们能够在股票下跌时也实现获利，后者则令他们在当年美元相对于欧元下跌 15%的情况下仍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实现盈利。

2005年，在共同经营十多年之后，布林格离开埃杰顿，开始其慈善事业，但他仍是公司的合伙人、投资人，而且是阿米蒂奇的密友。随着布林格的离去，阿米蒂奇意识到他不得不改变经营投资组合的方式。他知道他无法单独做一些以前和布林格一同做的事情。“我无法将自己一分为二，”阿米蒂奇说，“我无法同时考虑防止亏损和设法盈利。”管理这些基金的策略必须是符合他的优点、让他感到适应的策略。那样意味着他将首先买入自己预计会上涨的股票，使自己在多头投资上的净曝光值介于资产总值的70%~100%之间。万一市场出现20%甚至更大的下跌，他将持有指数看跌期权，将其作为“灾难保险”。他必须做的一切事情包括挑选正确的股票、远离杠杆借款，而后者对于股票基金是不同寻常的，它们通常利用借贷资金投下赌注。“你绝不能需要利用借贷才能实现好的收益，”他说，“利用借贷资金投资，但却根本不懂投资的话，即使出生于再富有的家庭，最终也会在穷困潦倒中终此一生。”

阿米蒂奇知道他的方法可行。他曾经营摩根建富共同基金，并产生过高达27%的年均收益。自1995年3月起，他还在埃杰顿管理着一家买空（多头交易）基金，其年均收益累计超过24%。阿米蒂奇还知道，他的这种投资风格可能意味着更不稳定的回报，因此，他告诉投资者，他将降低他的收益费，作为交换，投资者将在亏损年度之后向他支付比往常更多的费用。

大多数基金采用所谓的历史业绩高点，意思是如果经理在一年中出现亏损，在投资者提前收回投资之前，他不会向其收取任何接下来的收益费。事实证明，历史业绩高点对某些基金而言是灾难性的。如果某只基金一年中亏损20%，其经理必须在他能够再次收取管理费之前，赚到25%的回报。通常，由于意识到基金在再次盈利之前可能不会派发红利，因此，基金亏损25%之后，投资者将选择离开。有些经理宁愿选择关闭基金，而不是设法再次实现盈利。

阿米蒂奇牢记那些危险，于是与他的投资者达成一项协议。对那些可负责任的投资者，他将收取的费用从1%的管理费和20%的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益费,降低至 1%和 15%(基金创始时的投资者支付 1%和10%)。如果当年出现亏损,随着效益反弹,投资者将只需支付一半的费用,直到阿米蒂奇将亏损额双倍赚回。举例来说,如果基金的净资产值从 100 降至 90,投资者将减半支付他们的费用——7.5%——直到公司的净资产值达到 110。在这种收费结构下,当阿米蒂奇努力把亏损追回的时候,他依然能够支付其职员的薪水。新协议给他以信心。"当股票大幅下挫时,我不太倾向于抛售股票,"他说,"我留在股市中更好,而且最好是忽略市场的震荡。"

阿米蒂奇是这样做的。2006 年 5 月和 6 月,当欧洲基准指数暴跌近 10%时,他从容应对。在股市大探底之前,阿米蒂奇就已抛售了部分持仓,因为他持有的一些股票已令他收益颇丰。他的基金是约为 75%的净多头,但他持有相当数量的指数看跌期权,并持有一些现金。阿米蒂奇感觉今后将有麻烦。"赚钱太容易了,那样使我担心。"阿米蒂奇说。

随着市场的直线下跌,他和他的团队买入了一些股票。尽管他已持有股票的跌幅约为市场跌幅的 1.3 倍,但它们的反弹力量比整体指数大得多。"我们并没有很积极地吸入头寸,因此,我们没有受卖家的驱使。"阿米蒂奇解释道。扣除管理费后,他的股票当年上涨了 26%,而指数仅上涨了 14%。

2006 年市场的挑战,要求阿米蒂奇具备一些技能,他把这些技能称为实现优良投资的关键所在。"你必须痴迷于其中,必须有勇气,必须知道何时该坚守,何时该退出。"阿米蒂奇说。当那一时刻来临时,这些心理素质,与你如何面对自己并不是一直掌握的情况一样重要。他说,因为你会犯许多错误,因此要对犯错误有心理准备。阿米蒂奇认为,一位优秀投资者,约有 60%的时候能做出正确的决策。"如果你没有犯过许多错误,你就不是在工作,而是在海滩上闲庭信步。"

多数投资者都会犯的一个错误就是抛售太快——阿米蒂奇承认自己也曾经犯过一次。"我一下买入一些不断下行的股票,它们始终在我心头萦绕,但卖出好股就是犯了大错,"他说,"一直以来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我都是一个差劲的股票卖家。曾抛售大量业绩很好的股票。"他提到了斯德哥尔摩的亨尼斯及毛里茨公司(H&M),这是欧洲第二大服务零售商,他在1995年时抛售了该公司的股票。自那以后,H&M的股票年均上涨了35%。

是什么使过早抛售的诱惑难以抵挡?"投资者通常被绝对收益潜力与回报间的比率搞糊涂,"阿米蒂奇解释道,"人们没有理解真正的潜力,所以会犯错。"他说,如果一只股票涨幅已达20%或30%,并已接近其真正价值了,而它看上去在未来半年内也不会有什么太大的升值空间了,这时,就不可能再设想它将再次实现那种效益。而且,你可能已经看上了另一只价位更低的股票。

阿米蒂奇说,他的同事和导师,包括他从前的老板杜巴森、同事沃纳·万柯以及当前的合伙人威廉·布林格、马西罗·塞卢斯提和拉尔夫·坎泽,都曾教给他成功管理基金的一些基本要素——对自己所选股票充满信心、果断做出决策,并能在艰难的市场条件下生存下来。

阿米蒂奇承认,他认识并崇拜的少数投资者确实了不起,包括:迈克尔·斯坦哈特;曾在高盛公司工作,目前在伦敦管理资金的尼克·罗迪提;在伦敦TCI基金管理公司中经营一家激进对冲基金的克里斯多弗·霍恩;帮助富达国际成为英国最大共同基金公司的安东尼·波顿;还有在纽约创办了坎伯兰联合基金(Cumberland Associates)的唐纳德·塞西尔等等。"他们具有普通人没有的超常智慧,"他说,"他们勇于大规模买入头寸,勇于从常人中脱颖而出。"

阿米蒂奇指出,过多地与自己尊敬的这些投资大师们交谈,也会存在一定的危险。"当你知道某人多么成功,而且你知道他们通常都做出正确决定时,你有可能误入歧途。"他说,你可能只发现他们已经发现的东西。"每天结束时,我们都必须为自己做一些事。"

但阿米蒂奇似乎从来没有遇到过此类麻烦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章 CHAPTER 4

马克·拉斯利：不容亏损

马克·拉斯利在购买处于困境的公司的债务前，总是考虑到所有可能出现的不利情况。“大多数投资者更关注他们能够获利多少，而不太关注他们可能的损失，”拉斯利说，“我们关注不利趋势。”因此，当他的分析师进行投资前的分析时，他希望了解可能发生的最坏情况。“我不想听这次投资有多么英明。我想听我们可能遭受的损失。只有知道我们已经对不利情况采取了措施的情况下，我们才会关注获利。”

这种方法不是对冲基金经理通常采用的方法，但今年48岁的拉斯利，正是采用这种反常规的方法，创办了总部设在纽约的艾威资本集团，该集团是世界上最大的，以破产或接近破产公司的银行债务、贷款和其他有价证券为交易对象的对冲基金公司。年轻时，拉斯利从未想过在金融业有所作为。相反，他进了法学院，后来成为了一名专业的破产律师。1995年，拉斯利获得学位11年后，他和姐姐索尼亚·嘉德娜创办了艾威资本，这或许是对冲基金世界里唯一一家由姐弟俩共同创办的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001 年，拉斯利的基金总资产仅为 10 亿美元。到 2007 年，拉斯利谨慎、保守的方法帮助他将艾威对冲基金的总资产增加至 145 亿美元。该公司还管理着 31 亿美元的担保贷款凭证，这些贷款包装在一起，以组成新的有价证券。拉斯利从大型的保守机构中吸引了数十亿美元，例如加利福尼亚和宾夕法尼亚等州的养老基金，这些机构通常向他支付 2%的管理费和 20%的收益费——不是为了获得最高回报，而是为获得稳定收益。

而这些机构也得到了相应的回报。从成立之初到 2007 年年中，扣除管理费，艾威的旗舰基金年均回报约为 10%，超过基准股票指数 3.3 个百分点。拉斯利最惨重的损失出现在 1998 年，当时，他的艾威基金下跌 8.7%——但相对于标准普尔 500 指数在 2001 年和 2002 年间互联网泡沫破裂时高达 31%的跌幅，他的基金的下跌几乎无关痛痒。

相比更具野心的投资，拉斯利的收益是适中的。例如，艾威基金的回报不及大卫·特普尔的一半，大卫是一名受人敬重的、交易濒临破产公司证券的经理，1993 年离开高盛公司后创办了自己的公司，阿帕卢萨资产管理公司(Appaloosa Management)。在高盛公司时，他是垃圾债券交易的负责人。特普尔的 Palomino 基金成立于 1994 年 12 月 31 日，到 2007 年 7 月，其年均回报率接近 30%。但拉斯利的基金与特普尔的基金之间的重要差别在于，后者收益更不稳定。1998 年 2 月至 9 月，特普尔的基金经历了最大跌幅，或者说遭受了从峰顶跌至谷底的重大损失，当时，他的基金暴跌了将近一半。“大卫喜欢冒险，”拉斯利说，“他喜欢在资本结构的底部操作，如果他的投资正确，会取得极佳的收益。如果不正确，他将遭受巨大的损失。”

但艾威的机构投资人必须避免的正是遭受损失——至少是避免遭受惨重损失。在所有对冲基金公司中，该公司的卓越——到 2006 年底，在资产方面的排名处于第 32 位，而一年前仅排在第 82 位——反映了这一行业不断变化的特征。更多机构，尤其是合作和公共养老基金，都投资于这些私营基金中。这些投资者往往更加谨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慎。如果加利福尼亚在其养老基金的投资中出现亏损，州政府可能被迫削减其他计划或者提高课税，以便向退休人员支付养老金。由于存在危险的后果，这些机构都聚集在那些不太冒险的经理旗下，即使这意味着不会产生巨额利润。艾威基金的回报高于股本，且收益振幅较小，都十分符合这些机构的需要。

拉斯利的投资风格正好符合他的机构客户。相比于华尔街，他更关注缅因街这样的美国典型小城镇的消息。他有一头蓬乱的花白卷发，喜爱轻便的休闲裤和毛衣——将袖子卷至肘关节以上，似乎随时准备从事体力劳动，或者打一场会全力争胜的篮球友谊赛。拉斯利的办公室位于曼哈顿市中心，面积很大，摆着一张坚固耐用的桌子、一张小圆桌和四把椅子、一张皮沙发，以及一盏应当摆放在客厅的白色的灯。办公室的一面墙上挂着他与纳尔逊·曼德拉及比尔·克林顿的合影，克林顿的女儿切尔西就是拉斯利公司的职员。拉斯利是希拉里·克林顿的坚定支持者。

与许多律师一样，拉斯利为人谨慎。他不会使用借贷来做赌注，而只买入那些处于资本结构顶部的贷款和债券，这意味着如果情况不可收拾，他也可以首先获得赔付。拉斯利通常拒绝讨论单个头寸——即使是那些已不再是投资组合中的头寸——原因是担心基金的律师们找麻烦，其中包括担任艾威基金总顾问的姐姐索尼亚。

拉斯利的惯用手法是低价位买入优先级贷款或债券，通常以 0.40~0.60 对 1 美元的价格买入。如果灾难降临，优先级债务可获优先支付。“我们在欧洲、亚洲和美国都是这样做的。”拉斯利说道。如果他对公司的基本情况产生误解，基金可能无法获得收益，但也不会遭受损失。“我们的不利方面是，我们要在 3 年后才能收回成本。”比如，如果他以 0.50 美元的价格买入债券，而公司清算资产，或者最终获得接管，通常他会得到投入的成本。如果他的投资正确，3 年之内，他将以 0.90 或 1 美元的价格售出。他的收益是封顶的，因为债务将会以票面价值或者 1 美元的价格支付。次级债务的买家，通常在支付完优先级债务人之后才进行支付，他们有时可获得新公司股本中源于破产的股份，因此，他们潜在的利润可能更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉斯利满足于放弃这种获取更大收益的可能性。如果他以0.50美元的价格买入债券，并在3年后以1美元的价格售出，它至少可以获得年均25%的回报，至少与股票的利润相当，甚至更高。"我已经得到了股票类投资的回报，而且大大降低了风险，"拉斯利说道，"在那种风险下，我们获得了超额回报。我们宁愿避免损失。"

在危机债务中投资是一项周期性业务。在经济衰退期，各种投资理念不断涌现。如果经济趋好，赚钱机会则变少。2003年，由于违约率开始下降，要创造巨额回报变得更为艰难。到2007年，违约率约为1%，而5年前为13%。不良债权——以比美国财政部高10个百分点或更高的价格进行交易的债券——的市场于2000年达到顶峰，为9,500亿美元，2006年全年保持在6,000亿和7,000亿美元之间。

在那种艰难的市场中，艾威基金被迫研究更多、更小的公司。"只有在你自己理解的投资机会中才能投资。我可以暂时搁置资金，等待投资机会，没有任何问题。"拉斯利说。在他各种各样的基金中，约有30~40个头寸。"我们有一个大型团队。我们希望开展私募股票类研究，走出去与公司洽谈。我们的分析师每次可能关注10家公司。"他估计大部分对冲基金分析师研究30家公司。

艾威基金通常在面临急剧变革、经济难题或管制压力的行业中找到良好的投资机会。拉斯利在决定是否买入时，会寻求一些关键问题的答案。最重要的问题是，身处困境的公司继续在业内生存，是否有其原因。他想知道，"如果它破产，是不是关系很大？""它是否拥有房地产？现金流是否连贯？撇开当前的问题，公司是否能够继续生存下去？它是否拥有一些竞争对手希望拥有的独特特点？"

当折扣店卡尔多(Caldor)于1995年申请破产保护时，有一位投资者正在关注它。该投资者只考虑了卡尔多的业务计划，用以衡量其未来成功的潜力。他就是拉斯利。拉斯利说，"一家以低价买进并销售商品的公司，不存在进入壁垒，而且其他许多零售商的做法与之完全相同。如果卡尔多破产，也不会成为什么轰动的新闻。"事实上，这家零售店于1999年停业，原因是无法与包括沃尔玛(Wal-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Mart)在内的其他折扣店相抗衡。

但这种情况不同于美国西北航空公司(Northwest Airlines)等公司的情况，该公司于2007年退出了破产保护。“航空公司破产更难。”拉斯利说。至少，当时它们拥有其他竞争对手渴望拥有的航线。东部航空公司(Eastern Airlines)的破产是因为它只拥有东部海岸的航线——而其他航空公司在该航线上的业务也很好。西北航空公司拥有宝贵的亚洲航线。“更多航空公司将钟情于那些航线。”

拉斯利还着眼于从那些由于他称之为“非经济原因”而抛售的卖家那里买入债券。也许某家银行需要从账目上消除不良贷款。或者某公司的债券已经降级到共同基金已不允许持有它们的地步。或许我们不愿意持有麻烦不断的公司的股票，他说。艾威基金可能首先是因为能够以低价位交易而关注某公司的债务，然后再通过一系列定量和定性的筛选程序确定其是否值得买入。

拉斯利在美国的投资中，约有5%是贸易索赔，即濒临破产公司的应收账款：也许一家供应商向现金不足的零售商发运了价值100万美元的货物，而该零售商随后申请破产保护。于是，这家供应商成为了无担保债权人。如果这种无担保债券以0.50美元的价格交易，由于它们不存在公共市场，因此艾威能够以0.2~0.4美元之间的任何价格买入这种贸易索赔，这意味着每家供应商需要单独与之签订合约。一旦公司进入破产程序，根据支付顺序，与艾威继续交易的供应商将首先得以支付。虽然如此，为防止濒临破产公司立即开展清算，保险起见，一些供应商仍将以0.95美元的价格出售应收账款。如果艾威基金更少，而破产公司的应收账款额更高，公司将有10%~30%的资产用于支付贸易索赔。

当然，清算的可能性构成了一定的风险，但拉斯利最大的错误，不是由于清算后得不到偿付，而是因为相信了那些欺骗投资者的公司。“我们起初相信这些公司的账目，相信与它们的谈判，并获得一定的宽慰，但随后发现其中存在骗局，最终蒙受损失。我们怎样制订一个体系来发现骗局？很难。设骗局的人擅长于欺骗和隐瞒。过去，我们认为这种行为是脱离常规的。其实不是。”公司的分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析师如今正根据与许多人的会谈来得出结论，包括破产公司的财务总监、审计官、竞争对手等，以确保公司管理人员所言属实。

拉斯利在对冲基金世界的成功并不是由于制订了宏伟的计划。事实上，生活在一开始抛给他的是误解和欺骗。拉斯利出生在摩洛哥的马拉喀什，7岁时移民到美国康涅狄格州首府哈特福德。初到美国时，他只会说法语，听得懂阿拉伯语。父母把拉斯利送到公立学校上学，但数月后，当他母亲参加家长会时，老师的报告让她心烦意乱。“我们认为你儿子有一点弱智，”老师说，“我们问他话时，他从来不回答。”拉斯利母亲解释说，他儿子仍在学习英语，还不太会说。“但那不是理由，”老师回答说，“我们对他说的是西班牙语。”

同样，拉斯利的研究生学习经历似乎也在开始时就显示出不祥之兆。他对学习很感兴趣，但他并没有强烈地想成为一名律师的愿望。他进入纽约法学院之前的那个暑假，干过一段时间的UPS卡车司机，并考虑抛开他的专业学习计划。2007年，他在母校作演讲时对学生们说，“那些司机收入很好。我认为我可以干到管理层。但我妻子不希望我成为卡车司机。她要我进入法学院深造。”他照做了。

在拉斯利选择公司法和破产重整的课程之前，他仍不确定自己想学习哪方面的法律，他的教授推荐他成为光荣的爱德华—赖安公司的一名职员后，他成为了纽约南部地区的首席破产法官。1984年研究生毕业后，他开始在纽约的安琪儿 & 富兰克尔(Angel & Frankel)真正从事破产法律工作。

1年后，拉斯利在安琪儿 & 富兰克尔的任职期满，跳槽到纽约史密斯—瓦西利乌管理公司（Smith Vasiliou Management Company）担任律师，该公司是一家经营贸易索赔的投资管理公司。他像对待朋友一样对待那里的一位分析师，并开始学习公司的投资业务。

由于学习刻苦，他很快学有所成，并向老板提出了投资建议。起初，老板对他的建议不屑一顾，嘲笑他缺乏经验。拉斯利回答说自己对这次投资能够获利有足够的信心，并愿意投入自己的全部资产。“那才2万5千美元。”老板挖苦道。

即使那样，拉斯利仍运用他的下行风险理论进行了模拟投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毕竟尝试一下，不会造成什么损失。如果老板不听从他的意见，什么也不会发生。他仍旧做他的律师。“即使老板没有做出这些投资，一旦价格走高，他也会知道我是正确的。我获得了赞扬。你必须获得许多的赞扬，”他说，“如果你总是不断犯错，就会受到压榨。我告诉你，事情真是那样的。”

但拉斯利对自己所冒的风险毫不担心。第一年，他的建议使公司获利 2,500 万美元。拉斯利当时的年薪是 5 万美元，他决定请求老板将他赚取利润的 0.5%，也就是 12 万 5 千美元，作为奖金发给他。但老板夸奖了他做出的突出贡献后，却只给了他 1 万美元。“我意识到这家公司不是属于我的地方。”拉斯利说。

于是，他来到科文公司(Cowen & Company)，担任其破产与重组部门的主管。该公司为他提供了一份合伙人资金来投资，他雇用了自己的姐姐索尼亚，她当时刚刚从叶史瓦大学（Yeshiva University）位于纽约的本杰明·卡多佐法学院（Benjamin N. Cardozo School of Law)获得法学学位。与他们一起投资的还有德克萨斯州达拉斯市的巴斯家族，该家族通过在其家乡进行投机而积累了财富。

1989 年，拉斯利和姐姐双双离开科文公司，来到罗伯特·M·巴斯集团旗下的一家公司工作，并在当时巴斯集团的首席运营官大卫·邦德曼的指导下进行投资。邦德曼后来于 1993 年与别人共同组建了德克萨斯太平洋集团公司(Texas Pacific Group)，该公司是世界上最大的私募股票投资公司。在巴斯集团，公司有 6 年时间的年均回报率高达 73%。

拉斯利在巴斯集团的经历使他受益匪浅。他把在巴斯集团学到的经验大部分归功于邦德曼的指导。“邦德曼是一位十分独特的人物，”拉斯利说，“当时，很少有人管理着数十亿美元的资产。邦德曼在股票、不良债权等方面都进行投资。他兼具极高的实战经验和理论知识。”拉斯利强烈推荐当代年轻人努力寻求为那些比常人更聪明，并乐意教别人的人工作。“在商海中，你会迅速了解到，并没有许多人能够立刻给你留下深刻印象，”他说，“人人都认为自己聪明，但当你遇到某个人时，如果认为他比你聪明得多，那你就应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这些人旗下工作，那里是创造辉煌的理想之地。”

在巴斯集团，拉斯利被那些从美国各所一流法学院毕业的学生包围着，包括耶鲁、哈佛和斯坦福等名校。他们显赫的学位并没有威胁到拉斯利，他依然充分信任具有实战经验的人——他们能够实事求是地思考问题，并提出新颖的观点。“世界上聪明的人很多，”他说，“使你与众不同的，是你是否真正热爱自己的事业：你是否真的为工作殚精竭虑，并显示出用稍显独特的方法判断事情的能力。不能畏缩，要大胆表达自己的意见。”

回顾过去，拉斯利把在巴斯集团的时间当作宝贵的经历。他说，即使有些人已离开公司，他们依然合作，共同投资。其他与巴斯集团有过联系的投资者包括理查德·雷恩沃特，来自德克萨斯的亿万富翁，正是他帮助创造了巴斯家族的巨额财富；瑞泽瓦资本集团(Reservoir Capital Group)的创始人之一、首席执行官丹·斯特恩；还包括地产投资商托马斯·巴拉克，他经营着殖民地资本公司(Colony Capital)。“那是一个十分显赫的群体。”拉斯利说。如今，邦德曼仍对拉斯利有着极大的影响。“我经营自己的公司，但对于邦德曼的建议，我言听计从。”

1990年，拉斯利和姐姐创办了他们自己的经纪公司，阿姆洛克投资公司(Amroc Investments)，从事银行债务和贸易索赔交易。5年后，他们用1,000万美元成立了艾威基金，基金成立5年后，就发展壮大为拥有10亿美元资产的对冲基金公司。2001年，拉斯利关闭了经纪公司，但称为阿姆洛克的实体依然存在，为艾威基金寻找可买入的贸易索赔。

艾威基金的创业过程使拉斯利感到精疲力尽。“基金成立的头5年，我的所有精力都放在投资上，飞到世界各地，会见一位又一位投资者，”拉斯利说，“我每天工作12~18个小时。当新加坡政府对我说，‘我们愿意投资。但请于本周末来访，否则我们在接下来的3个月里没有时间与你洽谈’时，我一天之内就飞到新加坡与他们进行会谈。工作量非常大。”

拉斯利的努力赢得了回报。如今，艾威基金在亚洲设有9个办

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事处，包括中国、泰国和菲律宾。为进一步发展壮大艾威基金，2006年，他决定向美国第二大证券公司，摩根斯坦利（Morgan Stanley）出售艾威基金约15%的股份，总值达2亿8,000万美元。“艾威基金引入了世界级的合作伙伴，这将增加我们的信息流，”拉斯利说，“这也是我们继续建设公司的下一步合理计划。”

要在基金管理上取得成功，要做大量的信息搜集工作，要与更多大公司建立战略伙伴关系。对拉斯利而言，投资就是比别人了解更多信息，更能理解风险，并在该出手时就出手。“任何投资都有风险，”他说，“对那些风险进行评估并充满自信，最终你预料的事情将会如愿发生。”

更好地了解你正在进行的投资，你就更加坚定不移。“准备更充分、做了大量前期工作的人，有巨大的优势，因为大多数人都很懒散。”他说。如果你进行了大量的研究，你就对未来发生的事情有所准备。想象一下，如果你以0.5美元价格买入了银行贷款，并预计由于分析师预测的季度利润高于公司报告的利润，该贷款价格将下跌到0.4美元。最后，你相信这些贷款价值0.8美元。如果公司未能实现分析师预测的利润，而且贷款的价格开始下跌，你也不会心烦意乱。因为你预测到了这种下跌。而且你认为自己比其他投资者了解更多的情况。你确信价格最终将会走高。

德尔塔航空公司（Delta AirLines）曾于2005年9月申请破产保护，艾威基金在这家公司投下的赌注就是一个在进行深入分析后坚定不移地打赌的例子，但也有一点运气的成分。德尔塔航空公司申请破产保护后，艾威开始买下全部由航空公司担保的贷款。于是，公司的优先无担保债券开始从0.5美元下降到0.25美元。在优先无担保债券暴跌途中，艾威基金买入它们，最终收购了接近2亿5千万美元。拉斯利的观点是，他们正在以清算价值或接近清算价值的价格买入这些债券，但他同时认为德尔塔管理层能够使公司起死回生。拉斯利认为那些债券将用二、三年时间涨到0.4美元。比拉斯利的预测更理想，在半年左右的时间内，债券翻了一番。

拉斯利对德尔塔的信贷分析也许正确，但他的这次成功还要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

归功于好运气。2006 年 8 月，英国政府披露了一起恐怖袭击阴谋，恐怖分子计划炸毁从英国飞往美国的客机。如果这起阴谋得逞，整个民航业将陷入瘫痪。这一阴谋得以粉碎，民航业的发展也加速了。3 个月后，发生了另一起令拉斯利感到高兴的偶然事件：竞争对手，美国航空集团(U.S. Airways Group)投下 102 亿美元的巨资敌意收购德尔塔，而拉斯利持有的债券飙升至 0.7 美元左右，因此，拉斯利售出其大部分头寸。债权人后来拒绝这一收购报价，但拉斯利已经退出。"以 0.7 美元的价格卖出与以 0.2 美元的价格卖出完全是两码事。"他说。

拉斯利说，投资艺术在于发现其他经理未能发现的机会。"每个人看到的情况都一样，但只有少部分人最终进行投资，而能够成功的人更是凤毛麟角。"在亚洲，拉斯利的业绩尤其突出，他是最早涉足不良债权的投资者之一。由于清楚地察觉到了其他经理不曾发现的机会，1997 年和 1998 年亚洲金融风暴之后，拉斯利立即将眼光投向亚洲。亚洲金融风暴是多年的贷款和支出门槛低所带来的灾难性后果，最终导致违约率大幅上升、汇率暴跌，而且国际货币基金组织(International Monetary Fund)开始紧急融资。"我们认为，亚洲的许多东西都定价过低，"拉斯利说，"许多人认为风险太大。很少有人进入亚洲市场并花时间关注亚洲的公司。如果你做了，就会发现许多世界级公司的债券都在以数倍低的价格交易。这似乎不合逻辑。而逻辑迟早会胜出。"当然，问题是价格会很长一段时间保持在不合理价位，这对于那些经不起等待的人而言确实很难。这一情况，一两年时间内不会出现转机，但最终的回报却十分丰厚。例如，艾威基金以 0.5 美元的价格买下了印度尼西亚第二大水泥公司 PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk 的债务，最终它们涨至票面价值。"

由于认识到在危机债务投资中有充分的时间来做前期准备工作这一极大的优势，拉斯利早在 1998 年就做出决策，决定创办一些将投资者的资金锁闭数年的基金。他所谓的机构基金约占其对冲基金总资金的 65%。这些基金的锁闭期为 5~7 年，而在购买减值证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之前，艾威不会利用那些已被锁闭的现金投资者的其他资金。

“如今，我们面临的挑战是找到另一个能够稍早涉足的市场，”拉斯利说，“我仍在考虑哪些地方的债券价格更低，但再不会像2004年时那样低了。”尽管如此，艾威的亚洲投资基金已经成为拉斯利的各种基金中获利最丰厚的基金，从1999年成立之初到2007年7月，其年均回报率为13.75%。1999年加入艾威的马尔科姆·罗宾逊管理着亚洲投资基金。加入艾威前，马尔科姆一直是一家投资于私募和公共股本以及亚洲公司的不良债权的中国香港公司的首席投资官。在此之前，马尔科姆是太平洋集团（Pacific Group）在中国香港的投资组合经理。

拉斯利说，建立一家成功的对冲基金公司，有两个关键要素：“其一，你必须产生良好回报。这不难理解。”而怎样增大产生良好回报的机率？这是第二个关键：“你必须雇用才华横溢的聪明人。”而且要雇用更多的这类人才，不仅仅满足于工作需要。如果计划首先雇用新手，然后随着公司的发展壮大而雇用更多员工，将发挥不了人才的作用。“你必须将其视为一项业务。如果不这样做，你可能遭受损失。创办艾威基金公司时，我关注哪些公司的业绩比较好，为什么好。它们成功的原因是具备了良好的基础，而且为员工创造了良好的工作环境。”

但是员工众多并不能保证会取得成功。“我把这些事情简单化。许多人有着宏伟的理想。他们说，‘我建立了一家杰出的公司，拥有150名员工，我们拥有最好的基础设施和技术。’哇！但你能实现多少利润？”因此，问题最终归结为吸引人才。拉斯利聘用那些自信的求职者。“在这里，有信心的人被雇用的可能性更大。”他说。拉斯利讲述了他对一名应聘者进行面试的故事。该求职者花了3年时间进行环球旅行。“听上去你很令人震撼，”拉斯利告诉他，“但我认为，这表明你缺乏奉献精神。”

应聘者想法则不同：“我认为你完全错了。我希望了解不同的人。我希望了解世界上正在发生的事。如果我在全世界进行投资，我需要知道别人的想法。如果你觉得那是不相关的，那你就不了解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己正在和我谈论的内容。"这足以说服拉斯利了。他不仅喜欢那位年轻人的自信心,还喜欢他强有力地表达自己的观点。最终拉斯利雇用了他。

在另一次面试中，一位求职者发现了拉斯利办公室的国际象棋和西洋双陆棋棋盘，于是提出和他较量一盘西洋双陆棋:"如果我赢了,你必须雇用我。如果我输了,则不必。"拉斯利告诉求职者,这样的打赌对他不是特别好。

"那行,我们赌钱怎么样?"应聘者反问道。当时艾威为沃顿商学院的 MBA 课程支付了 12 万 5 千美元的工资外加 7 万 5 千美元的奖金。"如果你赢了,我只要那个数目的一半就在你的公司里工作。"应聘者说道,这将面试导入了全新的方向。拉斯利说,"我甚至根本没有考虑过聘用那伙计,但现在他和我讨论的是起薪。"最后,应聘者输了那盘棋,但却得到了那个工作——获得全额的起薪。

在员工安置方面,至关重要的是发挥他们的优势。拉斯利说,分析师与投资组合经理之间有着巨大差异，而他则一开始就知道谁将得到提升。"经理会走进办公室说道,'当然。你一定要买入它,这毫无疑问。'分析师会说,'你这样做有你的原因,而你不这样做也有你的道理。'"他们从来不给出意见。

拉斯利赞同投资组合管理的技能是可以学来的,但他认为,取得成功的许多因素是与生俱来的。这可能解释了为什么——尽管邦德曼对他的影响极大——他不花太多精力指导自己的公司。"我不认为那是我该做的事。我的工作是找到赚钱的办法,找到我们的发展路径和方向,以及在何时、何地进行投资。"

谈及如何评估一流人才时，拉斯利借用克雷格·埃弗农的话,一语道破天机。"关于市场,关于我们的业务,最重要的就是拥有极佳的业绩。如果你决策正确,你将有突出业绩。"埃弗农经营着纽约斯科金资本管理公司(Scoggin Capital Management),该公司投资于那些正经历兼并和重组等事件的公司。拉斯利说,"他非常精于此道。一年下来,他就可以帮你赚取大把金钱。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章 CHAPTER 5

克雷格·埃弗龙：掌控风险

克雷格·埃弗龙在纽约商业期货交易所从事黄金、白银和原油交易已达20年，在那些交易场中，人们通常以狂躁的速度做出决策，埃弗龙在其中打拼10年后所积累的经验教训，如今依然是他管理资金时的指路明灯。他执掌的总值达32.5亿美元的对冲基金——斯科金资本管理公司，主要购买和出售那些正处于兼并、派生的新公司，或正处于财政困难时期的公司的股票与债券。从1988年该基金成立，到2007年8月1日，扣除各项费用后，他产生的年均回报率约为18.2%，而且没有使用借贷资金。他仅在2002年出现亏损，当年基金下跌1.3%。他的回报与股票市场没有关联，而且在标准普尔500指数下跌几个月的绝大部分时间里，埃弗龙都实现了盈利。埃弗龙说："我是风险经理，比起成为一个分析师，在现代社会，我相信这更重要。"

那是因为埃弗龙的方法是应对变化作出响应。投资世界每天都在变小，节奏在变快。看似无关的事件推动着市场与之同步前行。1998年8月，俄罗斯货币贬值，随后的两个星期内，美国的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准股票指数下跌了13%。埃弗龙说，20年前，即使明知某家公司极为重要，你仍可以花数周时间悠闲地研究它。“如今，事件发生的原因和产生的结果稍纵即逝。更像是在进行商品交易。”

埃弗龙的口头禅是“如今”。我们与他在曼哈顿市中心的办公室会见的当天，埃弗龙穿着一条膝盖处已经出现裂纹的褪色牛仔裤，脚穿带多色菱形图案的黄袜子和棕色的小山羊皮路夫鞋。与那些“常春藤盟校的大亨”们相比，他的外表无疑更像是个“平头百姓”。当他的儿子打电话问他选择观看哪场大学男篮锦标赛时——这项赛事当时激战正酣——他的手机响起了说唱乐歌手艾米纳姆的《迷失自己》(*Lose Yourself*)的铃声。

尽管现年48岁的埃弗龙曾在宾州大学的沃顿商学院获得了学士学位，但在这之前他一直希望做一名律师。他说，他的职业生涯“完全出于偶然。”

埃弗龙进入金融界的第一次机会出现在1981年，并且是因为埃弗龙暂时搁置了他进入法律界工作的计划。当时他已经被列入纽约大学法学院申请入学者的名单，但他的父母建议他在重新申请之前到华尔街先工作一年。当时并没有许多人希望在华尔街工作——美国正处于经济萧条期——而他在一家名叫赫顿（E. F. Hutton）的经纪公司如愿地找到了一份工作。尽管是为期9个月的临时工作，但他已确定自己对法律失去了兴趣。一次，他与一位朋友，也是他在沃顿商学院时高他一个年级的学长共进晚餐。“离开赫顿公司吧，”朋友说，“你应该看看我在做什么。真的很有意思。”他的朋友从事商品交易。

埃弗龙请了一天假来到纽约商业交易所实地考察。在那里，他看到了年轻人在交易场中肩并肩，大声喊出自己购入和售出的订单。“这好比橄榄球比赛，”埃弗龙说，“你站在一堆身材魁梧的家伙中间，互相推推搡搡。这完全是达尔文式的自由竞争。这是我所知道的最纯粹的资本主义。”

最后，他知道自己想做什么了，他必须参与市场竞争。他的第一步就是把父亲带到纽约商业交易所亲眼看看。他的父亲不相信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那种理念。父亲将购买原油作为其业务的一部分，并听说过许多交易商在商品交易中血本无归的故事。但作为长子的埃弗龙最终说服了父亲帮助自己。他们在交易所买了一个席位，埃弗龙用 3 万美元作为平生第一次交易的本钱，并且与父亲订下了严格的约定：如果他亏损了，这就是最后一次交易。他将不得再从事这一行业。

其实他们根本无需担心。埃弗龙是一个交易天才。"在交易场上，我感觉活力四射，"埃弗龙说，"价格上涨还是下跌？你无法清楚地回答。全凭直觉。你只能自己辨别。"交易场中取得成功所需的技能是无法通过学习获得的。因为正确的抉择完全取决于你对场内拥挤不堪的交易商之间所做出的交易的感觉。在收市前，埃弗龙不会查阅账目。"我不想知道当时的情况。知道得越多反而越不利于交易。如果你得知尼日利亚发生了石油工人罢工，你一定整天想着'我太固执了'，但事实上那可能完全构不成动因。真正的动因可能是俄罗斯出售 4,000 万桶石油，而你在当天根本不知道这件事。"

为寻求智力刺激，当商品交易在下午两点结束时，埃弗龙开始涉猎股市。"你至少必须具有一定的英语听说能力，以便理解如何买卖股票"，他笑着说。他喜欢寻找那些推动股价涨落的事件。他可能读过一篇文章，讲述垃圾债券国王迈克尔·米尔肯为投资者纳尔逊·佩尔兹购买某家公司股票提供资金的故事。佩尔兹报出 37 美元的价格，而该公司股票的交易价格是 37.25 美元。如果是这种情况，且换成埃弗龙操作，他会将报价抬高 0.25 美元，防止其他出价人报出另一个更高价位而导致交易失败。

起初，埃弗龙把购买和出售股票当作一种玩乐，一种爱好。他免费为父母和朋友管理一些独立账户。他在银环(silver ring)居住时的邻居保罗·琼斯，是鼓励埃弗龙考虑将选股当作一项事业来做的第一人，保罗·琼斯曾以棉花交易作为其创业的第一步，后来创办了都铎投资公司(Tudor Investment Corporation)，该公司位于康涅狄格州格林威治市，是业内最大的对冲基金公司之一。琼斯希望埃弗龙为他交易股票，但要求埃弗龙收取资金管理费。他告诉埃弗龙"只有收取管理费，你才会更认真地去做。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一认识，有助于埃弗龙着眼于未来。“我意识到这一行业有这样一种业务。我可以向投资者收取收益费，并享受我取得的业绩。”他从事股票与商品交易数年，但到了 20 世纪 80 年代末时，交易场的竞争日趋激烈。“当我开始进入交易场时，每 800 人中只有 17 人拥有大学学历。但到 1990 年，90%的人都拥有这一学历。普通交易员的智力已显著提高。”而且，冒着与过去同样的风险，收获与过去相当的收益变得更难。于是，埃弗龙的下一步计划变得清晰。1988 年，利用琼斯提供的 50 万美元和其他投资者的 250 万美元资金，埃弗龙与朋友柯蒂斯·辛克创办了斯科金资本管理公司。

埃弗龙首次与辛克相遇，是在缅因州韦恩市的安德罗斯科金野营上，之后他在沃顿商学院时再次偶遇辛克，辛克比他高一个年级。在大学毕业之前，两人只是一般的熟人，毕业那年，两人共同的一位朋友提议与埃弗龙一同去波多黎各旅行，但当时埃弗龙生病了，于是把自己的机票给了辛克。“那个周末我们成了最好的朋友，”埃弗龙说，“我们很合得来。我们在所有事情上几乎都心有灵犀。这又是一个偶然。”

尽管尊重巧合，埃弗龙并不会任由自己的投资组合随着市场形势的变化而波动。作为一个商品交易商，他吸取的最重要的教训就是，当一个头寸朝不利方向发展时，要立即止损，这也是他如今一贯采用的原则。“我是动作最快的卖家，而且买入看跌期权。”埃弗龙说。看跌期权是指一种投赌方式，这种期权可作为证券与指数下跌时的一种保障。“我尽可能做到最好。”

那是因为他亲眼看到市场是多么无情。他某天可能与一位众人皆知的百万富翁打电话。两天以后，如果那位富翁在市场朝不利方向发展时仍坚持自己的交易，就可能一夜之间变得一无所有。再后来，几天前的百万富翁可能会打电话，作为一名求职者找工作。“我年轻时就了解到，市场的力量远远大于在其中追求收益的人。你无法与市场比拼持久力。这些都是经验丰富的交易员，他们可以运用大量资金，”他谈到那些最终破产的人时如此说，“当时我只有 22 岁或 24 岁，他们已经 38 岁了。我认为他们是业内的主宰者，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们居然都破产了，这真是恶梦。我把自己业务的全部核心放在这一信念上：明天我将变得完美！”

在对冲基金中，主宰者来也匆匆，去也匆匆，在业内求得生存与交易场中交易一样不确定。比如，1 年亏损 20%，就足以使一家基金从此销声匿迹。对冲基金经理人通常都设定“历史业绩高点”，意思是他们在投资者向其支付 20%的收益费之前，必须弥补他们的损失。而在经理们令投资者收回投资的数月前，他的职员通常选择离开，因为经理已经无法发放奖金。亏损可能还会使投资者成为惊弓之鸟，纷纷折现放弃基金，于是基金愈发难以为继。

2002 年，埃弗龙咬紧牙关处理世通公司(World Com)债券的破产，就充分体现了他管理风险的方式。他的基金的 90%投资于不良债权，而且在当年的 6 月 25 日这天之前一直收益都不错。那一天，当时作为美国第二大长途电话供应商的世通宣布将重新公布其利润，此前公布的 39 亿美元支出为谎报。第二天，世通的债券价格就从前一天的 0.78 美元暴跌至 0.14 美元。许多投资者一直固执地持有这些债券，因为他们分析后认为，债券的交易价格低于该公司基础资产的价值。埃弗龙说，“我们一直做世通公司，我们在其他任何领域的多头头寸都在下跌。” 其中包括奎斯特通讯(Qwest Communications)、有线运营商康卡斯特公司(Comcast Corporation)和查特通信公司(Charter Communications)。“关于世通公司的新闻一播报，我们就立即抛售了债券，不管是在多么荒谬、多么愚蠢的价位。”埃弗龙说。在接下来的一个半月里，他继续抛售，直到债券价格跌到令他觉得下行空间已经微乎其微的地步，但他强行暂停在这一低价位上买入，他告诉自己的交易员：“如果这家公司就此破产，我们可不希望也破产。”最终，斯科金公司的收益从顶峰骤然跌至谷底，亏损了 8%，是基金成立以来经历的一次最惨重的亏损。

基金当年走势平稳，埃弗龙从 8 月到 10 月没有购买任何债券。但他买入了标准普尔 500 指数的看跌期权，这不失为一项好决策，因为 7 月份该指数下跌了近 8%。“我们转向做空，并实现了大幅盈利。”当斯科金资本管理公司再次开始购买债券时，它在一开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始就坚持买入更安全的优先级债务。2003 年，该基金获得了 40%的利润。

许多经理乐于谈论当其他投资者急于退出时，自己坚守市场的信念与魄力，但对于埃弗龙，尽管他并不反对将一次交易中的投资组合限定在 10%左右，但一旦市场朝不利方向发展，即使是他喜欢的头寸，他也会毫不犹豫地抛售。埃弗龙说："我没有坚守还是退出的信念。如果市场运行不良，我就不会买入。我可能会抛售头寸。明天我可以再把它买回来。"他说，交易成本已大幅回落，他可以仅以 5,000 美元的成本购入 100 万股股票。他努力将头寸的持有时间维持至少一年，因为那样可以减轻投资者的税务负担，但他对这方面的关注不如对是否亏损那么密切。"如果我感到市场情况一般，我将清空头寸，这样我就会如释重负。当你没有别的企图时，你会对未来有更清晰的判断。"

埃弗龙不会使自己的投资额度超过任何一家公司资金的 10%，而他通常更愿意将头寸规模限制在 5%~7%。过去，他的投资组合中有 20%~70%是净多头，平均约占 40%。"这其实是一种假象，因为当市场形势不利时，我们可以通过售出多头头寸并买入看跌期权，使自己迅速归零。"埃弗龙说，"当我们担心市场形势时，我们持有 20%的净多头头寸，并且会大量买入期权。我喜欢期权，因为我明白我在承担怎样的风险。"

如果感到不安，埃弗龙也会买入头寸的看跌期权。我在他办公室采访的当天，他以 0.3 美元的价格买入了高通公司(Qualcomm)4 月的 40 只看跌期权，该公司是世界第二大移动电话芯片制造商，这意味着在他买入的当天——3 月 14 日——直到 4 月期权到期，他将高通公司的股票价格锁定在 40 美元。当时股价已攀升至 43.21 美元，但他很高兴自己买入了这份保险，因为基准指数在之前的两周内骤然下跌了 4%。"如果下个月是这只股票的末日，我们也以 40 美元的价格退出。"埃弗龙说，"在 0.3 美元时我肯定会出手。它可以令我在这个行业中继续坚守。"

作为应对市场暴跌的一种保险措施，埃弗龙喜欢持有标准普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔 500 指数的看跌期权。如果标准普尔 500 指数更剧烈地波动，使期权的价格更高，那他就使用期货或蜘蛛基金、交易所买卖基金来以保护其下行。虽然他有时确实在一些预计将下跌的股票上设赌，但他并不将做空单只股票用来作为多头头寸的对冲避险。他说，最糟糕的情况莫过于，在标准普尔 500 指数大跌 2%的当天做空 15 只股票，而在这 15 只股票中，没有一只亏损见底。在我们进行采访的前一天，标准普尔 500 指数已经下跌了 2%，而由于埃弗龙持有了它的看跌期权，斯科金资本公司仅亏损了 15 个基准点。

埃弗龙还采用其他办法来保守地建立投资组合的头寸。例如，2007 年斯科金公司 90%的债务都是优先级债券，因为埃弗龙感到，进一步跌至资本结构底部的债务将无法足额支付。那些危机公司所谓的次级债券，一度以 0.6 或 0.7 美元左右兑换 1 美元的价格交易，而优先债券的交易价格约为 0.9 美元。在 2007 年年中，优先债券交易价格约为 1.02 美元，而次优债券交易价为 0.92 美元。“做空价格太高了，但我们在等待机会。”他说，“你会发现差额超过 20 或 30 个点。”

在次级贷款板块所做出的决策，还表明埃弗龙乐于改变自己的投资思路。2006 年第四季度，随着抵押贷款延期支付和违约比例升至 4 年来的最高点，导致向国内信用评级低的购买者提供抵押贷款的公司纷纷倒闭，从 2006 年初开始，超过 24 家提供抵押贷款的公司已关闭或售出其业务。

2005 年下半年，埃弗龙买入了 ABX 次级抵押贷款指数(ABX Subprime Mortgage Index)的看跌期权，赌该指数会下跌。根据他的判断，次级抵押贷款处境危险，因为房屋价格不断下降，人们过多利用贷款，如果他们失业或贷款利率上涨，违约率将会升高。但该指数在 6 个月内并未如预期的那样大跌。埃弗龙说，“我对分析师说：‘这次交易令人厌恶。无论发生什么事情，它仍一动不动。我不喜欢它。’”埃弗龙于 2006 年 2 月抛出了该头寸。一年后，该指数直线下跌。

他一直在做空抵押贷款公司，新世纪金融公司(New Century Financial Corporation)和住宅贷款控股公司(Accredited Home Lenders

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Holdings),在两家公司股票大跌之前,他做空约 3 个月,通过买入这些股票的看跌期权来设赌。住宅贷款控股公司的股票在 2006 年 10 月以接近 37 美元的价格交易, 在埃弗龙退场前下跌了 10 美元,后来持续跌至 4 美元以下,这使他错失了该股票大部分的下跌过程。

与许多成功经理一样, 埃弗龙承认自己的主要缺陷是错失利润。"我卖得太早。我们设定了目标价位并严格遵守。许多人会设定一个目标价位,而后将它提高 10%。我喜欢说,'股票不知道你持有它们。你可以抛售它们,它们才不在乎呢。'"

埃弗龙的操作计划总是取决于,一旦某一领域变得拥挤不堪,或者投资不再可行, 他就转而采用新策略或把目光投向其他地理区域。斯科金公司创办之初,埃弗龙和辛克交易那些成为杠杆收购和兼并的目标公司的股票。加利福尼亚比佛利山公司(Beverly Hills)的总裁迈克尔·米尔肯,帮助缔造了垃圾债券市场,引发投资者和公司掀起长达 10 年的收购狂潮。至少在 1989 年 10 月 13 日以前,盈利是轻而易举的事,但在那一天,由于无法获得融资,飞行员工会和美国联合航空公司(United Airlines)的控股公司——UAL 公司的管理层取消了对航线 300 元一股的出价。重新恢复交易后, UAL 股价暴跌了超过 56 美元, 而道琼斯工业平均指数下跌了近 7%。在那之前,斯科金公司的收益已在 1989 年上涨了约 50%,但动荡的市场在接下来的几天内一举卷走了 20 个百分点的利润。埃弗龙知道,兼并套利的最佳时机已经一去不复返了。

但仍然还有一丝希望。许多对冲基金已经利用杠杆借贷来赌 UAL,因此有的濒临破产,或被迫缩减规模,不得不把那些优秀分析员——在一年前, 斯科金公司还无力支付雇用他们一年的费用——重新放回华尔街。斯科金"捡到了"一位不良债权分析师,正是他把公司带入了一个全新的投资领域。垃圾债券市场也已崩溃,并有大量廉价的公司债券可供挑拣。"我们迅速学习,"埃弗龙说,"20 世纪 80 年代中期与我们交易过的许多杠杆收购公司都随着那些公司的破产重新进入这一领域。"斯科金公司的危机债务交易持续到 1995 年前后,那时,这一领域已经过度拥挤。而斯科金公司已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发现了下一个利润点，即埃弗龙称为傻瓜型投资的派生公司。

当时的许多公司，包括 AT&T、3M、和 H&RBlock 公司，都是派生公司。它们的许多股东都是小本经营的家庭投资者，他们全部抛空新公司的股票。他们希望持有知名电话公司 AT&T 等公司的股票，而不是那些他们一无所知的技术公司股票，例如朗讯（Lucent）等等。"一两年的时间内，没有人意识到这种现象的存在。"埃弗龙说，"我们以一半的价格买入所有这些公司的股票。"后来，他买入飞思卡尔半导体（Freescale Semiconductor）的股票，该公司是 2004 年 7 月摩托罗拉派生出来的公司，股票价格为 13 美元。飞思卡尔半导体后来被以黑石集团（Blackstone Group）为首的一群投资者于 2006 年 12 月以 40 美元一股的价格整体收购。

埃弗龙依然交易新兴公司股票，有时甚至购买纯属兼并投机的股票。2006 年夏，有传言说运动鞋零售商福洛克（Foot Locker）将被整体收购。当时该公司的股价为 22 美元，埃弗龙认为这一价格与其利润相比相对低廉，受被收购传言的影响，股票一度涨到 27 美元以上。但那种传言属于子虚乌有，股价因此在年末回落至 22 美元。斯科金在 24 美元的价位上售出了该公司股票。

多年来，斯科金赌赢了一些公司的诉讼结果，并实现了盈利，其中包括石棉、香烟或铅涂料公司。2007 年，埃弗龙赌高通公司将赢得与芬兰移动电话制造商诺基亚（Nokia）的专利诉讼。埃弗龙从来不对自己经常外出玩沙盒避而不谈，而他对收益的追求促使他购买了中国股票，俄罗斯凭证、商业房地产以及扎伊尔的政府债务。"很多人有一个思维定式，即不要到这些地方去投资——那里有风险；他们没有考虑过这些地方。我喜欢在有风险的地方投资，但我要了解这种风险，"埃弗龙说，"我们没有理由禁锢自己。"

1998 年，他开始进军房地产业，当时他的一位大学室友、纽约一家房地产投资公司——丽城资本（Belvedere Capital）的首席执行官格伦·希格尔打来电话，说自己知道利昂娜—赫尔姆斯利决定在丈夫哈利死后出售部分二级房产办公楼，价格是 1 亿美元。利昂娜请希格尔帮助找寻买主，于是希格尔很快将这一消息告诉自己的老

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朋友。"她只叫我为第六幢建筑寻找买主，并已经报价 1 亿美元，而她拥有 18 幢建筑，" 希格尔告诉埃弗龙，"如果我们不迅速行动，她将进行拍卖。"他们只有一周时间来做详尽调查。希格尔拿出 1,000 万美元。埃弗龙拿出 4,500 万美元，余下的由一家大型对冲基金公司——安吉洛—戈登 & 公司(Angelo，Gordon & Company)——投资。他们料想能够以报价的一半获得这幢房产。

短短两年内，他们就以 2.5 亿美元的价格出售了大部分房产，比当初购买的价格翻了一番还多。到 2007 年，该建筑也许价值 9 亿美元。他们从未考虑延长这次投资的时间。由于这些楼宇属于 B 类建筑，如果萧条期到来，它们贬值比一级房产更快，存在衰退的风险。

埃弗龙密切注意美国以外的投资机会。大约 20%的投资组合在美国以外，主要集中于欧洲，并且大多投资于兼并和派生公司的股票，尤其是瑞典。"现在我们能够做的，就是找到别人不愿意投资的地方，到那里去迅速学习。"他说，"我不能告诉你哪里还有许多尚未被发现的机会。"但总有一些。1995 年，为了在俄罗斯凭证中分得一杯羹，他派人到俄罗斯去收购。1992 年，叶利钦总统向该国的每位公民发行价值 10,000 卢布的凭证，这些凭证在后来几年里可以在市场上公开出售，也可用来购买国有企业的股票。由于急需钱用，或是因为对股票没有概念，结果，许多人将这些凭证一售而光。早期，这些凭证的价格低到 3,000 卢布。埃弗龙笑道："这是一份很好的临时工作。"

同样不寻常的是埃弗龙 2003 年从巴西银行手中收购扎伊尔——现在的刚果民主共和国——的债务，巴西银行曾为这个非洲国家建设一座发电厂提供贷款。这是一种 20 年期的贷款，该银行在贷款还差 1 个月到期的时候，仍未见到刚果政府还贷，因此巴西人决定以 0.05 美元对 1.00 美元的价格出售 1.5 亿美元的债务，或者说出售 750 万美元债务，只是为了填补其账目亏空。埃弗龙耗时 4 年，花费了 1,100 万美元的法律费用，最终从刚果政府那里收回了 7,000 万美元的债务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为收回这些债务，斯科金公司不得不四处控告刚果政府，从巴黎、卢森堡，一直告到达拉斯，一旦该公司胜诉（他们的胜率为98%），刚果政府必须掏钱偿还那些债务。当刚果政府意识到斯科金公司不仅是严肃地对待这件事情，而且还通过谋求由法国持有的一些现金进行反击时，刚果财政部派出一个7人代表团来到斯科金公司办事处，双方讨价还价，最终确定为7,000万美元。“4年的年均回报率约为20%，不算高，但很有意思。”埃弗龙说。如今，许多其他放贷银行也准备将债务出售给斯科金，因为刚果的资产有限，且广泛地存在腐败现象，被公认为是最难回收贷款的国家。“甚至刚果政府也请求我们解决它的一些其他债务，提供10%的回扣。”

埃弗龙在中国的投资归因于2005年他与妻子及另一对夫妇共同到中国度假旅行。“来到中国，我立即意识到这里好比是1910年的美国，”埃弗龙说，“如今，每一名美国人都互相憎恨。人与人之间过于消极。而在中国，所有的一切都是积极的。我不知道这种现象能维持多久，但那里确实是个投资的好地方。”

假期结束后，埃弗龙希望找到在中国投资的办法。这期间，中国的股市一直上涨，他唯恐贻误时机。他在哈佛大学商学院发布了一则广告，寻求某位愿意前往中国为斯科金公司负责投资业务的人士。他收到65份简历，从中挑选了3位候选人，并最终选择了一名出生在中国西部地区的女子董·埃米丽。她首先在纽约为斯科金公司工作9个月，然后前往香港。

埃弗龙在中国的投资计划很简单：他把投资重点放在接近西藏的西部省份。大多数外国人聚集在上海和北京等大城市。“董在西部长大，”埃弗龙说，“她实地考察了一些公司，它们一直以现金流两倍的价格进行交易，但都很小——资产仅为5亿到10亿美元。”2007年，斯科金公司购买了一些中国股票。由于全球股市变得更加动荡，埃弗龙实现盈利后，在夏天将它们抛售了。他没有选择投资债券。“那要求从整体上具备丰富的经验和老练的手法，而且要求与银行建立联系，这些我们都不具备。”斯科金用了一年时间，终于获得允许从事A股（在上海和深圳交易的中国公司股票）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易的执照，因此，他购买 A 股和 H 股股票（在香港交易的中国公司股票）。“我不想告诉你我们有魔法剂，”埃弗龙说，“董的业绩胜过指数，而且我们顺应潮流。我希望我们可以在中国赚几年钱。”

埃弗龙或辛克批准斯科金公司投资组合中的每个头寸，他们决定怎样进行交易（例如是否使用期权）以及投入多大的赌注。埃弗龙和辛克是基金中最大的出资者，两人的资金累计达资产的10%。斯科金已有五、六年时间不再接收新投资者，部分原因是因为埃弗龙预计，如果他与现在的客户建立了长期的合作关系，万一遭到亏损，客户们不大可能离他而去。

这有别于他的朋友马克·拉斯利的投资方法（参见第 4 章）。“马克用所有时间来筹集资金。那是一种极佳的模式。它更多地受管理费的推动，而我们的投资模式更多地受收益费的推动。”埃弗龙说道。埃弗龙的目标是每年产生 15%~20%的年均回报，而不是规模更大的基金设定的 8%~12%。埃弗龙和拉斯利相识于 1990 年，当时拉斯利是一名银行债务经纪人，埃弗龙则在为刚刚成立两年的斯科金公司收购银行债务。一年后他们成为了好友，如今，埃弗龙把拉斯利当作亲密朋友和亲戚——埃弗龙的哥哥与拉斯利的小姨子结婚了。

斯科金公司的投资点子来自新闻，公司有 10 位投资专业人士负责阅读世界各地的报纸，并将任何有趣的花絮新闻整理到电子邮件中，发给埃弗龙。分析家们不会等到正式会议才提出自己的点子。“每个人都知道我的注意力只能集中 3 分钟，因此，如果它不马上向我提出自己的投资点子，就意味我不会实施他的建议。”埃弗龙有时会使用新闻报道帮助他决定何时对一项交易采用其他的投资方式，这也是一种工具，他称为之“《华尔街日报》（*Wall Street Journal*）测试”。如果记者写的是一项投资理念或趋势，通常意味着可以采用与之完全相反的投资方式。“他们行动得往往太晚，因为他们文章中谈到的那些家伙本身就晚了。”

在某些工作中，迟到总比不到好，但对埃弗龙来说不是这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章 CHAPTER 6

李·安斯：纯粹但不简单的选股师

李·安斯看上去比43岁要年轻，英俊的外表透出一股孩子气。他童年在弗吉尼亚渡过，因此带有拉长调子的南方口音。李·安斯的父亲是一名英语教师，后来在两所私立学校担任过校长。我与李·安斯交谈的当天，他打扮一新——至少根据对冲基金经理的标准——身穿一件灰色的细条西装，一件领尖带钮扣的蓝色衬衫，系一根丝绸领带。他的办公室内摆有一张桌子和数把椅子，可以经常召开小型会议，从办公室可以俯瞰容纳7人的交易柜台，以及远端调到财经频道(CNBC)的大型电视屏。

李·安斯早在十几岁时就开始建立自己的股票投资组合，如今，他经营着世界上最大的纯股票对冲基金公司，该公司拥有97亿美元的资产，为1,000多名投资者提供服务。有如他着装的品味，李·安斯的股票对冲基金也较为传统，事实上，它比其他对冲基金更为传统，李·安斯购买他预计涨幅将超过市场大盘走势的公司的股票，并卖空预计股价将滞后的任何股票。就是这样。他不会持有私募股本的头寸；他不涉足债券、通货或商品；而且他也不使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期权来对冲避险。

他所做的就是很好地服务于投资者。该公司的旗舰基金，马威克基金（Maverick Fund）从未在哪一年出现亏损，而且，根据投资者文档，在1995年3月至2007年6月这段时间里，马威克产生了近17%的年均回报。而那段时间基准的标准普尔500指数仅产生了11%的回报。基金的不稳定性，或者说其收益的震荡幅度，约为基准指数的一半。

李·安斯曾接受过选股大师朱利安·罗伯逊的培训，他说自己的成功归因于坚持多—空策略。他相信预测市场时机是徒劳的。因此，即使市场变得险恶，他也坚持自己的投资方法。

2003年，股市看上去十分不好，2005年同样如此，当时李·安斯基金的业绩不如标准普尔500指数，并拖累了多—空股票对冲基金的平均回报。在那些艰难的日子里，正是他做空的股票——就是说，赌那些预计将暴跌的股票——拖累了他的收益。那些股票不但没有暴跌，反而一路飙升。低利率和易于借贷，使得卖空卖家难以为继，他们通常用贷款买入股票，并随后抛售，希望能够在稍后更低的价位再将其买入。不断冲击着金融市场的大量资金，诱使投资者甘愿冒更大风险，因此他们买入业绩更差的公司的股票——在某些情况下，李·安斯赌的完全相同的股票也直线下跌。

在那段难捱的岁月里，尽管其他对冲基金经理屈服于市场，并把日益增多的现金赌在他们预计将强劲反弹的股票上，但李·安斯拒绝放弃卖空策略。他记得1999年投资者写给他的两封信，当时也赌那些下跌的股票，但最终影响到了收益。投资者怨声载道，并告诉他，当股票只有一种可能，即只可能上涨时，应该放弃卖空。“我们的反应是向他们解释，我们是真正的对冲基金，”李·安斯说，“试图预测市场时机而实现不断增值，这样的成功机会相当渺茫。在最痛苦的时候，你必须严格遵守自己的原则。”

总体而言，他的原则奏效了。2000年，他的基金约上涨了29%，而同一时期，市场下跌了9%，同时，在2001年和2002年两年时间里，尽管标准普尔500指数继续下跌，但他的基金实现了盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利。2006年，李·安斯再次开始在他卖空的股票上获利，而且相对收益有所提高。2007年，随着股票在2月和3月初直线跳水，并在7月和8月初再次暴跌，他彻底战胜了基准指数和大多数其他的股票对冲基金。

早在14岁时，李·安斯就开始管理一种虚拟投资组合，当时他在弗吉尼亚州林屈堡市的弗吉尼亚圣公会学校（Virginia Episcopal School）就读，他父亲是那所学校的校长，他加入了学校的投资俱乐部。他并没有资金买入真正的股票，但这一经历为他今后涉足对冲基金埋下了种子。在大学里，他梦想当一名建筑师或医生，并开始为实现这两个梦想而学习相关的课程，但最后他意识到，同时实现两个梦想是不切实际的。最后，他在取得系统工程学位后，从弗吉尼亚大学毕业。而后在皮特—马威克（Peat Marwick）会计公司工作了两年，并在该公司负责信息技术咨询的主管手下工作，后来被北卡罗莱纳大学（University of North Carolina）商学院录取。在北卡罗莱纳大学，他与朱利安·罗伯逊相识。李·安斯毕业后，罗伯逊在自己的对冲基金——老虎基金中为其提供了一份工作。李·安斯立刻放弃了进入投资银行或咨询公司的梦想。“很久很久以来，选股一直是我的爱好，”李·安斯说，“朱利安将为我付我薪水，让我从事以前从事过并乐在其中的选股工作。除了加入NBA，再没有其他事情更吸引我了。”

1990年，李·安斯加入老虎基金，当时这家公司包括罗伯逊在内也只有8名专业投资人士，而他们管理着约7亿美元的资金。起初，所有的分析师都是多面手。随着时间的推移，分析师们被分配到各自的专业领域，而李·安斯则被分配在技术领域。

所有最终的投资决定都由罗伯逊拍板：将哪些股票吸入到投资组合中，每一头寸应为多大，应在何时进场，何时退出等等。分析师的工作是为罗伯逊提出自己的建议，既有做多的，也有做空的。当评审预期的投资时，“朱利安非常注重管理团队的品质——他们的能力、背景和创造股东价值的强烈愿望，”李·安斯说，“他对公司的关键动因和压力点总有直观的理解。他总是迅速地接近关键变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低,10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量,并确认我们已全面理解了那些因素。"

罗伯逊还关注自己公司和投资对象公司的诚信度与声誉。在资金管理业内,投资者可以提起电话打给经纪人,随后10亿美元就将投向市场。没有任何其他行业以这种方式运营,因此,信任是至关重要的。由于每家公司都以投资为目标,罗伯逊更注重公司经理们的职业道德,他们的智慧、诚信,既包括个人的,也涉及他们是否会一致努力提高股东价值。因此,老虎基金的分析师们花更多时间研究公司管理人员和财务人员。罗伯逊寻找那些经营很好、但股价并没有反映其盈利能力或没有体现当时资产价值的公司。对于做空,他则找寻完全相反的公司——经营管理不善,但其盈利能力却被高估的公司。

李·安斯加盟老虎基金刚满3年的时候,德克萨斯州的亿万富翁、企业家山姆·怀利想创办一家资金管理公司,于是邀请李·安斯来经营该公司。他从理查德·汉伦那里听说了李·安斯,前者当时与怀利一起共事,是艺术品和工艺品零售商迈克尔百货(Michaels Stores)董事会的董事。汉伦还是Legent公司的一名高管,该公司经营软件,其股票是老虎基金的大规模头寸,而当时李·安斯负责分析这家公司。

尽管李·安斯在老虎基金工作得很快乐,起初对此并不感兴趣。然而,他知道自己也想在某一天经营自己的公司,而怀利为他提供了一家投资充分、拥有大量基础设施的新公司。"因此,我决定——过早地——抓住这一机会。"当年他只有29岁。

李·安斯于1993年8月离开老虎基金,并于当年10月1日,他结婚的前一天,创办了马威克公司。起初,他管理着股票投资组合,而怀利的交易范围十分广泛——垃圾债券、新兴市场债务以及货币等等。李·安斯的选股风格在1994年开始远近闻名,那一年对于许多投资者而言是艰难的,因为联邦储备委员会(FED)出人意料地提高了利率,导致大多数市场参与者事先没有心理准备。李·安斯和怀利决定抛售非股票头寸,并让马威克专营股票。1995年3月1日,李·安斯接管了全部投资组合。两年后,他整体买下了怀利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司。

随着李·安斯开始吸引资金、扩招职员，他创造了与大多数对冲基金略有区别的一种业务模式，多数对冲基金的业务模式通常分为两类。一类是朱利安·罗伯逊模式，这种模式是由一到两个人主管公司的工作，并事实上做出所有投资决定。另一种模式是保罗·琼斯的都铎投资以及史蒂文·科恩的SAC资本公司(SAC Capital)首选的模式，就是拥有许多柜台，每个柜台或多或少地拥有一些自主权，为他们自己的账目做出投资决策。公司管理层的一位经理负责风险管理和资产配置。

马威克综合了这两种模式。公司有6位行业板块主管，大多与李·安斯年纪相仿。他们是各自行业的专家：包括消费品、健康护理、周期性行业、零售业、电信、媒体和技术等行业。李·安斯整天与他们谈论投资组合中新的和当前的股票。得出结论后，由李·安斯最终拍板。"这真的是一种团队文化，"李·安斯说，"板块的主管们相当有经验，而且才华横溢。我每天花大量时间与他们一起讨论，是因为他们对各自领域股票的了解，比我所期望的还要多。我们是很好的伙伴。"

2007年，这些板块主管在马威克工作的平均时间已达7年，每一位在投资行业中的经验平均超过15年。各团队有5~7名分析师，通常负责分析25~30个头寸。行业板块团队得到会计、新兴市场和测量团队的支持。公司共计有54名投资与交易专业人士，投资头寸与职员的比率为3:1。

每天下班后，李·安斯或是史蒂夫·加尔布雷思都会仔细检查由160~180只股票构成的清单，并根据他们的判断以及与板块主管的沟通，制定出行动计划。史蒂夫以前是摩根斯坦利的首席股票战略师，于2004年来到马威克公司。李·安斯与史蒂夫共同决定是否增加或减少头寸、买入新头寸或者抛售。他们会提出出发点，例如以29美元的价格售出某公司股票，或者当另一只股票跌至53美元时，买入更多。"行动计划体现的是我们争论后形成的一致意见，"李·安斯说，"但它还应体现板块主管们的观点。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

李·安斯评审总规划时，他考虑每一头寸的大小。罗伯逊曾告诉他，要通过反问自己这只股票是一只应该买入，还是应该卖出的股票，来测试自己的确信程度。持股不同于期权。“这就是我多年来一直考虑的方式：要么该股票值得在当前的价位上增加投资，要么不是——在这种情况下，我将售出它，并将资金投入到值得追加投资的其他股票上。”

马威克不使用预先设定的价位目标。李·安斯说，世界是变化的，而他的板块主管及其团队会持续不断地重新评估他们的头寸。有时，即使他们预计这些头寸仍有盈利空间，但由于发现其他股票的获利空间更大，退场或减小头寸规模也是值得的。马威克不是交易基金，因此他们愿意在买入或售出前等待理想的价位，这意味着行动计划中不会总是设定好第二天的下单。

板块主管每天早上审核提议的交易，李·安斯希望他们充分表达自己的不同意见。主管们的反馈可能与“让我们在 29.25 美元时售出，而不是在 29 美元售出”之类的意见一样毫无意义，但有时候可能与“我们应当抛售，而不是买入”的建议一样意义重大。存在不同意见时，李·安斯与涉及到的每位员工进行充分讨论。他不会单方面做出决策。李·安斯认为，比起让每个团队单打独斗，有效地将板块主管们对行业的了解以及李·安斯本人对股市与投资组合结构的判断相结合，能收到更好的效果。“无论是作出投资决策或是公司决策，我倚赖每位助手的天赋及能力。我认为我们每个人都在为集体着想，我们一直，也将能够创造更多的收益，比我们之中的任何一个人能够单独创造的效益要多得多。”李·安斯说。

板块主管们也同意这一看法。斯蒂文·卡帕从 1997 年起一直在马威克担任卫生保健板块的主管，他说，这一体系的运作极为出色。他的团队有 6 位分析师，他与这个团队对各种公司的多头和空头提供投资意见，这些公司包括生物技术公司、药品制造企业和管理型医疗公司。在团队形成结论后，卡帕确定他的板块中哪些股票盈利能力最强并应当包含在投资组合中。他还在应减少头寸或增加头寸，以及应抛售时做出决策。“我所做的事情，只是李·安斯在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全部投资组合中所做事情的缩影。我们有充分的自主权，这是我们体系的最大优势之一。”

正如卡帕所理解的那样，李·安斯的工作是权衡不同板块主管的所有不同意见，确保最佳投资意见得以投入适量资金。

李·安斯和他的助手是真正的选股专家。他们的目标是在其多头和空头中同时盈利。他们不会只是为了对冲避险而做空股票，也不会使用其他对冲避险策略，例如买入标准普尔 500 指数的看跌期权等，尽管这将使公司在指数下跌时仍然可以盈利。相反，为了减小宏观经济变化带来的风险，例如利率的变化或石油价格的飙升，他们在每一地区——马威克在亚洲、拉美和欧洲都进行投资——及每一行业内都努力使多头与空头头寸保持平衡。

尽管如此，马威克的核心基金偏重于多头。最重要的原因是市场整体趋好。大多数投资者——共同基金、养老基金和散户——都将根据自己对股市将上扬的假设而买入股票。其次，做空股票还使你不受管理层的欢迎，而李·安斯和他的板块主管们希望与公司高管们保持密切联系。最后，做空的机制可能难以创造巨额利润。盈利被封顶为 100%的回报，但潜在的亏损却没有限制。此外，空头头寸越是成功，它的规模也会变得越来越小，因为股票的价格将连续不断地下跌，相反，如果你发现一只做多的好股，你可以年复一年地持有它。

尽管马威克的净多头头寸可能处于 25%~75%的范围内波动，但它过去一直保持在 49%左右，其中 148%的资金购买了他们预计将上涨的股票，约 99%的资金购买了预计将下跌的股票。该公司的总暴露值，加上借贷资金，一直以来处于占净资产 190%~280%的范围内。

李·安斯认为，万一市场大幅下挫，马威克使用借贷的方式有利于形成更安全、更平衡的投资组合。如果他拥有 150%的多头头寸和 100%的空头头寸，那么他就有 50%的净多头，其多空比为 1.5:1。如果他选择不使用借贷资金而保持其 50%的净多头头寸，那么，他可能把资产的 75%赌在预计将上涨的股票上，而把 25%赌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在预计下跌的股票上。他的多空比将是 3:1。例如，股市下跌了 15%。如果马威克的选股工作十分出色，其投资组合中的多头头寸只下跌了 10%，而空头头寸下跌了 20%。使用借贷资金的投资组合将上涨 5%。对于每 100 美元的净资产，将在多头上损失 15 美元，但在空头上获利 20 美元。如果不使用借贷，基金将下跌 2.5%，在多头上损失 7.5 美元，仅在空头上获利 5 美元。

管理的资产越多，意味着马威克的每一头寸中拥有的资产也就越多。"我们对资产折现力考虑得相当多。"李·安斯说，他预计，在一周的交易日内，其基金平均可以将其持股的 75%以上折现，而无需股价的大幅变动。2007 年年中，它的中位市值(cap midway)约为 90 亿美元。

进入 2003 年后，李·安斯和他的板块主管预计在一段时间内他们可能不太容易在空头上盈利，他们在四月的一次员工周例会上找出了问题的症结。当时的利率为 1.25%，而有人猜测由于增长缓慢和伊拉克战争，联邦储备委员会还会将利率下调至 1%。"对我们来说，显然资产折现力将从不同的地方释放。"李·安斯说。由于更多资金可用于借贷，市场可能继续表现强劲，而受益最大的将是业绩较差的股票。

因此，李·安斯及其团队仔细察看了他们的空头账目。他们抛补，或者回购了大量股票，并预计有一些动因将导致这些股票的价格下跌，而且这种下跌可能在一年或数年内不会结束。他们还抛售了曾赌下跌的股票，因为这些股票价格过高，而市场可能不会关注其如此高的价值。"如果某只股票的基本面问题会在一年内在市场上明显显现出来，我们就会持有这只股票。"李·安斯说，"尽管我们费尽心思洞察周围的情况，而且为对情况做出反映，做了大量工作，但毕竟我们的空头头寸胜过了市场。"

股市大鳄们对风险的渴望过于强烈。例如，2003 年，处于预计盈利调整底部 1/5 处的标准普尔 500 指数的股票——大多数是向下调整——最终到年底时，胜过了那些处于顶部 1/4 处的股票。"当时做空的环境极为险恶。"李·安斯说。马威克的空头投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在接下来的两年中，一直都没有实现盈利。他们决定将其持有的 240 只股票数量降到 170 只左右。“我们希望确保发挥最佳理念的充分优势，并确保每一个空头头寸都是我们预期将实现盈利的投资，而不只是为了对冲避险，”李·安斯说，“如果你在空方历经了长时期的亏损，往往会变得更为保守，开始更多地考虑哪些股票能够不亏损，而不是考虑哪些股票能够盈利。”

因此，2006 年初，李·安斯进一步强调了他的原则，就是继续着眼于最佳投资点子，并确保每一只空头头寸都是投资，而不是对冲避险。这一原则开始收到成效。“2006 年，我们在空方实现了大幅增值。”他说。

空方开始走上正轨时，李·安斯努力从中挤出收益。“在某些情况中，如果不增大头寸规模，能够有勇气继续留在空方是十分重要的”，他说。2001 年的 Kmart 就是一个经典例子。那年 3 月，马威克做空了这家折扣商店 2,000 万股股票，主要是因为它在市场份额上正加速输给其竞争对手沃尔玛和塔吉特(Target)。该股票到月底时价值 11.28 美元。2001 年夏，马威克的一位分析师参观了 Kmart，并和其财务总监及投资主管进行了会谈。Kmart 的高管们展示了他们的策略。他们计划以低于竞争对手价格出售的方式与沃尔玛竞争。这位分析师感到震惊。沃尔玛的规模更大，且具有成本更低的优势。这种攻击将使 Kmart 全军覆没。

8 月，Kmart 的报表显示，尽管降低了商品价格，其二季度的毛利率仍出现增长。更令人吃惊的是沃尔玛和塔吉特的报表则显示毛利率下降。通过深入研究发现，Kmart 把供货商的折扣立即计算在内，而不是等到产品出售的时候再计算，意在使当前的利润报表看上去更好。马威克于 8 月份将该商店的空头头寸增加至 2,700 万股左右，当时股票的交易价格约为 10 美元。到 10 月份，价格降到 6 美元，而马威克又增购了 100 万股加大赌注。2002 年 1 月，Kmart 申请破产保护。股价降到 0.7 美元。在内部评审之后，Kmart 改变了将折扣计算进毛利率的方法。

在找寻欲买入的股票时，李·安斯还听从罗伯逊的建议：寻找

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理严谨的公司。"我们花很长时间评估管理团队从战略上思考问题的能力，并观察他们是否具有将股东价值最大化的强烈愿望。"他说。通常，他们还观察这些公司怎样使用自由现金流，怎样制作资产负债表，以及怎样与马威克进行互动。

有时候，对罗伯逊的建议不加以重视导致李·安斯犯了一些错误，有些甚至是最大的错误。1995 年，他做多新星零售集团(Neo Star Retail Group)，该公司当时是世界上最大的视频游戏零售商。李·安斯预测视频游戏市场将以更快速度增长，因为索尼开始投放其第一台 PlayStation 游戏机。李·安斯认为新星非常适合利用这一行业迅猛增长的机会。该行业确实增长迅速，但新星却破产了。"我们没有沿着那条道走到底，"李·安斯说，"但我们的行动超出了我应该警惕的范围。"

管理是新星破产的关键因素。李·安斯曾担心该公司管理团队的品质及构成，但他认为，宏观经济发展如此强劲，应当足以弥补其管理上的缺陷。但事与愿违。这次挫折使李·安斯吸取一个关于确信的教训：你必须不断调整你和其他人观点之间的任何差别。尤其当股价朝不利方向发展时，你必须持续研究那种差别。"有时候会出现'世人皆醒我独醉'的现象。"李·安斯说。

李·安斯和他的团队坚信，要尽可能多地了解公司的情况。尤其是，他们希望了解公司怎样实现可持续的利润增长，以及公司将继续产生多少自由现金流，并能持续多久。马威克的分析师花大量时间与公司的竞争对手、供应商、客户以及高管们交谈，了解情况。分析师和板块主管从战略上考虑该公司和行业，留心观察 2~3 年，确定可能盈利和亏损的股票。

为例证深入研究的重要性，李·安斯谈及了马威克对利盟国际有限公司(Lexmark International)的投资。2005 年，在销售收入方面位居全球第二的美国打印机制造商利盟，成为了当年马威克投资亏损最多的公司，事实上，也是该基金历史上由单只股票造成的最大亏损。然而第二年，利盟一跃成为马威克基金盈利最多的股票。惨重的亏损，使马威克的分析师进行了更加深入细致的分析，因此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也对该公司更加了解。如此详细的观察使分析师们发现了其他投资者忽略的东西。

2005 年，随着利盟股票的下跌，马威克加大了对该股的买入，到第三季度末起，马威克持有了 789 万股，而且利盟成为其最大头寸。到那年年底，股票令人作呕地暴跌了 46.8%。造成这种暴跌的原因有很多，但其中一个更有意思的原因是由于戴尔电脑的零件销售而引起的。“这个例子说明，有些书本上行得通的事情，在现实中根本行不通。”李·安斯说。

利盟开发了一款成本极低的打印机。与它过去大部分打印机一样，公司也是以亏本价销售这款打印机，因为利盟的利润主要集中在打印机耗材，当时占年收入总和的 59%。事实上，打印机价格十分低廉，以至于戴尔将其集成到包装中，作为一个免费附件提供给消费者。由于戴尔向消费者送出了大量的打印机，因此利盟指望其色带盒销量也出现猛增。

然而，无法预料的事情发生了。由于消费者已拥有了更好的打印机，许多人似乎将利盟打印机丢进了垃圾箱。因此，利盟在打印机上出现亏损，而它额外的色带盒销售也不如预料的那么乐观。由于通常新打印机的色带盒在数月之内不会更换，因此，一段时间后，利盟才认识到，业务的增长并未实现，而且要花更长时间与戴尔一起研究解决方案。

在后来利盟股票的暴跌过程中，马威克和该公司的管理团队建立了更密切的联系，并提高了自身对业务各方面进行跟踪观察的能力。2005 年末，许多其他投资者准备放弃利盟，而正在这时，马威克却买入更多该公司的股票。到该年年底，马威克持有接近 900 万股。2006 年 1 月，利盟宣布了重大的重组决定，增加了新开发产品，削减了 825 个职位，并经董事会同意，为其股票回购计划追加 10 亿美元的资金，这些举措令马威克基金倍受鼓舞。当年，股票猛涨了 63%。

尽管李·安斯坚持其经典的多—空对冲基金模式，但他还着眼于不断改进马威克的投资过程。出于这一目标，他于 2003 年雇用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了加尔布雷斯。李·安斯意识到，要同时管理好投资组合和公司，无论在哪方面，他都不能做到使自己满意，因此需要帮助。“我一直苦苦寻求有人能够在投资方面助我一臂之力，同时也能够在公司层面有所帮助，”李·安斯说，“当我们草拟了一份约见人员名单时，名单上没几个人。”

加尔布雷斯在摩根斯坦利担任了4年的首席投资官，在那之前，他曾是桑佛—伯恩斯坦公司(Sanford Bernstein)的合伙人。加尔布雷斯为李·安斯带来了一份更为宏大的计划。“在宏观战略上，他总是干得非常好，并将其归结为现实问题，然后再解释它们如何与单只股票相联系。”李·安斯说。加尔布雷斯在金融行业的经验与李·安斯大为不同。“在我们考虑业务的开展时，那些关系和经验非常有帮助。”

事实上，在2005年初李·安斯决定在马威克创办4只新基金时，加尔布雷斯就是帮助其最终做出决策的合伙人之一。从1998年起，马威克主要的两只基金——它的旗舰基金和另一只使用借贷资金来扩大投资规模的基金，现在已是马威克最大的基金——已向大部分新投资者关闭。马威克增加了一只买空(多头交易)基金；一只多头增加基金(long-enhanced fund)，其多头头寸占150%，空头头寸占50%；一只市场中性基金(market-neutral fund)，其多、空头寸各为100%；以及一只利用借贷资金的市场中性基金，其多、空头寸各为200%。对马威克而言，新增加的基金并不需要另外作出决策。它们所包含的股票与核心投资组合的相同，只是数量上有所区别。而这些股票怎样分配到每只基金，则纯粹是后台功能。投资者可将其资金投入1~5年，如果锁定时间更长的资金，交易费则相应减少。

这些最新的基金品种有助于使马威克的收入来源多样化。2002年，当标准普尔500指数下跌22%时，马威克基金上涨了2%，而且并未产生数额巨大的交易费。如果当时就创办了利用借贷资金的市场中性基金，它可能会上涨14%。

加尔布雷斯通过一个名叫“成就小盘股”的项目帮助培训马威

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克资质不深的分析师，这一项目为 40 多名分析师所提出的小盘股投资点子提供 2%~4%的可用资产。无论是板块主管，还是李·安斯，都不会干预这些分析师的投资决定。分析师向加尔布雷斯抛出他或她的投资点子，如果加尔布雷斯批准，这些建议就可成为投资组合的一部分。该项目为分析师提供了一种向成功学习经验，以及从失败中总结教训的方法，并为李·安斯和板块主管提供了一个观察分析师们怎么独立工作的机会，而从长远看，这些职员们可能具备当投资组合经理的潜力。

李·安斯认为，随着资金的最大份额由少数几家基金所控制——到 2006 年年末，业内的百强基金控制着约 2/3 的资产——在大公司中成长起来的新一代超级明星，将最终成为类似于马威克等集团的主宰力量，而不是辞职不干，使自己销声匿迹。“下一代真正的天才对冲基金经理，不会在他们二十多岁时就开始经营自己创办的新基金，他们目前正在诸如马威克等大公司中工作。”李·安斯说，“在我们公司，至少有数十位职员肯定具有替代我的潜力。我们的一部分工作就是培训并留住他们。”

而李·安斯发现的那种潜力，在罗伯特·米戈内（参见第 13 章）和伯尔尼·博克斯（参见第 7 章）身上得到体现。7 年前，29 岁的米戈内在纽约创办了布里杰管理公司（Bridger Management），而伯尔尼·博克斯则在达拉斯经营着富矿资本公司（Bonanza Capital）。

“罗伯特·米戈内是一个非常全面、细致、头脑非常冷静，而且十分诚实的人。”李·安斯说。米戈内还与老虎基金保持间接联系。在创办布里杰公司之前，他曾在蓝山资本担任分析师，而该公司就是由老虎基金的校友约翰·格里芬创办的。

“伯尔尼·博克斯具有同样的品质。”李·安斯说。现年 45 岁的博克斯在 1992 年之前曾在达拉斯的第一共和国资产管理公司（First Republic Asset Management）担任投资组合经理，自此之后，他开始管理其客户的独立账户，并随后创办了一家小型的基金中的基金（fund of funds）。博克斯早年曾投资于马威克，并与李·安斯建立了深厚友谊。2002 年，他决定成立自己的对冲基金。“他做出了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关闭那些十分成功的公司的果敢决策，从零开始重新创业，而自那时起，他的业绩一直十分显著。”

马威克与上述两位经理通过其基金中的基金——Maverick Stable——共同投资，该基金向其他对冲基金出租资金。2002年7月，马威克成立了这一基金中的基金，主要目的是允许其雇员将自己的个人投资多样化，因为马威克的投资专业人员不允许以自己的账户进行交易，而事实上，他们的全部净资产都投资于马威克的基金。目前，这一基金中的基金也对外部客户开放，尽管其资产的最大份额仍属于内部员工。

李·安斯对米戈内和博克斯的高度评价并不令人感到惊奇。因为他们和他一样，都是十分注重研究的选股专家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章
CHAPTER 7
伯尔尼·博克斯：一流的小盘股淘金者

据伯尔尼·博克斯本人说，他不是一个特别有耐心的人。他刚刚进入贝勒大学（Baylor University）的第一或第二周，就与自己的妻子相识了，而到4月份的时候，两人已经私奔了。14个月后，他们的第一个孩子出世。“我十分清楚我是什么样的人，”博克斯说，“我喜欢立刻抓住机会。”

他是这样做的，而且做得相当好，但并不是因为他加快了做事的节奏。博克斯在生活的某些事情上可能处理得十分迅速，但面对投资，他是耐心的代名词，而且他说，这是他的优势。

现年45岁的博克斯在达拉斯经营着富矿资本公司，他总是寻找在3年时间内即使不飙升4~5倍，至少也会翻番的小盘股。对于卖空，他希望在一年到一年半的时间内，他卖空的股票丧失其全部价值。对于那种回报，你需要欣然等待。“我们主要的竞争优势是我们从长远考虑问题，这将大大提高我们做出正确决策的可能性。”博克斯说。

博克斯用一个由8人组成的投资团队管理着5.1亿美元的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产。2007年7月,他们的92只股票做多,余下的做空。博克斯于1999年3月1日创办了自己的公司,扣除管理费后,该基金已产生了约16.3%的年均回报。他在2002年出现亏损,当年他的基金下降了4%,而小盘股的罗素2000指数(Russell 2000 Index)暴跌了21%。尽管博克斯仍管理着当前客户的资金,但他的基金已不再吸收新投资者。他的目标是在长时间内为投资者带来扣除管理费后高达20%的年均回报。

富矿公司的办公室装饰得简朴而大方。接待室铺着皮革做的机织小地毯,一张玻璃桌的中央摆放着一大瓶百合花。玻璃门的长把手用皮革裹着。约见当天,博克斯身穿一件蓝色卡其布运动夹克,他长相英俊,落落大方,很容易使人联想起高中橄榄球队的四分卫。

富矿资本公司位于距对冲基金的中心——纽约市及其如枝似叶般向外延伸的郊区——1,400英里之外的达拉斯,正如他公司的位置一样,博克斯的小盘股投资也与那些在更大公司的股票涨跌上投下巨赌的同行们相距甚远。在初具雏形的企业中寻找盈利股票,你需要更关注公司的未来,虽然对其现金流进行某些定量分析并进行公司评估也是重要的,但主要动因是企业是否运营良好,他说。"你真的必须观察未来两到三年的事情,并自问该公司的产品是否满足顾客的实际需求。"博克斯说。你还必须评估管理团队、理解他们的决策动机,并衡量他们是否不仅能够理解顾客的想法,而且能够交付自己的产品。

对于博克斯,理解这些事情是十分自然的。他甚至从一出生就学习了商业模式。博克斯在家中排行第五,父亲博伊斯是一名连续企业家,多年投资于房地产、石油和天然气、开发可移动房屋、餐馆、酒店、金矿开采、服装及保险公司。"他总是希望进入新领域。"博克斯如此评价自己的父亲。

博克斯考虑投资的公司的经理也和他父亲一样。对父亲的观察帮助博克斯理解了经营公司需要什么技巧——以及什么可能导致犯错并使其误入歧途。他回忆起20世纪80年代初期父亲如何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营石油和天然气的故事。1978 年~1981 年，受伊朗革命和两伊战争的影响，中东地区原油产量下降，原油价格从每桶 14 美元上涨至 40 美元。随着油价飙升，美国国内生产商开始结盟，并赚取了大量利润，但好景不长，随后沙特阿拉伯增加了石油输出，使原油价格到 1986 年时重新下降到每桶 10 美元。"这使我意识到，所有公司、所有行业都体现出周期性特点，"博克斯说道，"任何一种趋势都不可能一直持续下去。"

为缩小自己与父亲在知识上的差距，博克斯于 1980 年进入德克萨斯州瓦科市的贝勒大学学习商业，这是该州历史最悠久的大学。他的妻子怀孕后，他休学一年半，在父亲的多家公司中工作，包括一家金、银矿开采公司，其后他又开始大学学习，最终在 1986 年毕业，不过当时他已经是两个孩子的父亲了。

博克斯痴迷于股市，在大学就读期间，他十分崇拜伊凡·博斯基，那是一名套利商人，通过对兼并公司的股票投下重赌而聚敛了数以百万计的财富。"我希望领悟伊凡·博斯基的投资方式。"他说。博斯基于 1986 年因涉嫌内幕交易而被捕，博克斯所指的是在他被捕之前的成功方式。那一事件使博克斯放弃了从事兼并套利的念头。

相反，获得大学学位后，博克斯进入达拉斯一家名为罗斯特—皮尔斯(Rauscher Pierce)的小型投资银行工作，该银行如今是加拿大皇家银行美国经纪自营商分行(RBC Dain Rauscher)的一部分，主要投资于小盘股。"我喜欢寻找那些名不见经传的公司的经营理念。"他说。他不想成为推销商，在第一共和国资产管理公司担任投资组合经理约一年半后，他选择了离开，当时该公司是达拉斯最大的资产管理公司。

博克斯工作的银行是很好的培训平台，但与其他资金管理公司提供的职位相比薪水较低。即使博克斯晋升为首席投资官，他的收入仍只是许多建立了自己公司的投资专业人士收入的一小部分。与父亲一样，他渴望拥有自己的公司。他 30 岁生日马上就到了，他已经结婚、育有两个孩子，并通过抵押贷了款，但他还是决定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

试一试。他知道，如果出现最坏的情况，即使彻底失败，他还可以再找工作。

1992年，在当时经营着总部设在达拉斯的绿蔷薇合伙(Greenbrier Partners)公司的西德·罗的支持下，博克斯成立了自己的公司，管理着富人们的独立账户。随后，他创办了一家小型基金中的基金(fund of funds)，在包括李·安斯的马威克资本公司等对冲基金中投资。

作为一名商业模式的学习者，博克斯几年后发现，管理独立账户并不是投资公司的最理想方式。这种业务没有可扩展性。管理的账户越多，公司必须做的后台支持工作也就越多，还必须与客户建立更密切的联系。通常，如果你进行了一次交易，客户将会打电话询问你为什么买入或抛出那只股票，而你必须将同样的答案重复成千上万次。随着业务的增长，这变得与他所热爱的投资事业越来越不相关，相反与管理的联系更紧密，而他不喜欢从事管理。“我妻子细心地发现我心情一直不好这一趋势。”他说。我意识到我需要改弦更张。

大约在那时，3家对冲基金的经理，约翰·史密斯、休斯敦·霍尔以及他本人转租办公室的房东吉米·加利弗，邀请博克斯参加一次与经纪公司蒙哥马利证券(Montgomery Securities)的会谈。蒙哥马利当时正在推销其主要经纪业务，其对于当时的对冲基金而言是一项全新业务。后来，蒙哥马利公司被美洲银行(Bank of America)所收购。主要经纪业务包括保管客户资金、管理公司、出于卖空目的而借贷购买股票，以及通过借贷资金加大赌注等。所有信息都可通过互联网收发。博克斯看到了一线希望。他可以成立自己的对冲基金，并让蒙哥马利掌管许多管理性工作，自己则全身心投入到投资业务中。

一连数月，他潜心制订了一份业务规划，并告诉客户自己将成立一家股票基金，专门买卖小盘股。虽然这份规划的大量细节还有待完善，但有一点是清楚的：博克斯希望公司的名称以B字母开头。他视为最好朋友的父亲名叫博伊斯(Boyce)，他本人名叫伯尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼(Bernay)。回想起他在父亲的矿业公司中工作的日子，他想到了富矿(Bonanza)这个词。其意义表示价值极高的矿。“对我而言，富矿代表着我每天努力挖掘含金量极高的小盘股。”博克斯说。

为新公司拟好名称并不难，但为它筹集启动资金却并非易事。“我太天真了。”博克斯说。他以为，自己以前的客户会把其 1/3，甚至一半的资产投入到这家对冲基金，因此，他将获得 2,000 万美元左右的启动资金。但最终，他只筹集到 200 万美元。他没有充分意识到，这家新基金对客户而言是多么大的变化。使用独立账户，客户随时可以抽走资金，而且可以知道持有的每一头寸的相关情况。以前，客户向博克斯支付 1%的管理费。如今，博克斯要求他们对通过基金赚取的任何利润增加额外的 15%的管理费，并告诉他们，只要提前一周通知，他们可以撤走资金。这样，客户将无法了解博克斯投资组合中的头寸情况，事实上，他们不得不满足于基金可以提供的季度收益情况和年度审核情况报告。更糟的是，新基金是作为有限合作而建立的，在 20 世纪 80 年代以后的达拉斯，“有限合作”是一个肮脏的词汇，当时，一些人利用石油和房地产市场迅速升温的机会，出售虚假的私有合作关系，许多投资者因此上当受骗。“回想过去，我能够筹集到 200 万美元，可能是幸运的了。”博克斯笑道。

基金创办的头几年举步维艰。“我当时只有一名助手、一个彭博资讯终端、一台电话以及一张不值钱的小桌子。”博克斯说道。那几乎是全天候工作，一天 24 小时，一星期 7 天，不能间断。从每周一至周五的早上 6 点到晚上 9 点，他管理投资组合，并在周末两天中抽出一天半时间来做主要经纪公司没有承担的那些后台事务和其他与业务相关的项目。幸运的是，他的居住地离办公室只有 3 个街区的距离。

新公司面临着挑战，但他所做的是自己喜欢的投资工作和详细研究工作。博克斯说，“我对这样的工作模式一直感到不解：一位住在波士顿、纽约或旧金山的投资组合经理打电话给一位可能住在纽约的分析师，并要求他报告亚利桑那州凤凰城中沥青业务的情况。为什么那家伙不自己飞到凤凰城并直接与沥青公司接触

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？”同样，如果你想知道墨西哥湾的石油和天然气的生产情况，你需要直接到那里亲眼看一看。“那样你可以获得关于公司情况的第一手资料。”

富矿资本的大多数投资点子来源于自己的研究，这种研究采用博克斯戏称的“奇幻森林历险记”方法。博克斯和他的团队“循着面包屑在森林中前行”。他们与一个管理团队交谈，该团队告诉他们某位大订单客户的有关情况。从那里开始，博克斯及其团队发现客户能够下出该订单，因为它正在与第三家公司做更多生意。富矿总是循着资金流向寻找投资机会。

一旦投资，博克斯通常接近管理层，尽管他知道与管理层关系过于密切并不好。“你一定想了解他们，并知道他们的动机和优劣势，但不希望过于亲近他们，那样会使你失去客观标准。”博克斯说。企业家往往过于乐观——他们不得不这样——直到他们失去了自己从未想过会失去的客户，或者，在想象自己是市场独一无二的主宰者时，突然冒出了竞争者。“他们往往推迟告诉你一些事情真相，因为他们不愿意令你失望。他们不希望你与他们在一起时垂头丧气。你持有他们公司的100万股股票，他们不希望你出售这些股票。”

如果博克斯怀疑公司管理层偏离了正道，他会谨慎处理。他希望确保始终与管理层建立恰当的沟通。“我从不会直接闯入会议室，或向管理团队写信，告诉他们，他们是一群傻瓜。”博克斯说，“我们心里可能会那样想，但无礼的、令人感到不快的、宣称自己无所不知的举动和态度，将使自己变成不受欢迎的人，而且那些公司的管理层也不会愿意与你交流。”

即使富矿资本正在做空某公司，即使博克斯和他的分析师认为某公司管理层成员的言辞不可信或存在欺骗行为，他们也不会在电话里向对方大吼大叫或把对方叫到会议室，怒斥他们作假账。“那是无礼和不文明的行为，如果你那样做，你将切断自己的信息来源。”博克斯说，“如果你是一名令人生厌的投资者，向证券交易委员会（SEC）提交充满责难之辞的13D文件，并谈论CEO如何在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其套装下穿着尼龙裤，怒骂他们全都是疯子，那你与管理层之间的沟通就会中断”，他说。他提到的向美国证券交易委员会提交 13D 文件，是持有某公司大部分股份的激进投资者不时采用的一种控诉方式。

最终，资金代表一切。如果博克斯及他的团队不喜欢某家公司或不同意管理层的观点，他们将售出该公司的股票，或者，如果公司的前景十分暗淡，他们也会售出股票。

尽管博克斯希望了解关于管理层的任何事情，但他不会特别关注其他投资者的想法。通常情况下，他是个反向投资者，不喜欢与其他分析师或投资者交谈。“我不与那些人交谈，因为那样可能扭曲你的想法。”他说，“我希望自己十分客观，不感情用事。我认为，将公司建立在达拉斯，比建立在纽约对我们帮助更大，如果建立在纽约，那种嘈杂的环境有时候会扰乱你的思考过程。”

对博克斯而言，购买其他人都不喜欢的股票并非反常，例如 2001 年和 2002 年，他买入能源股票，而在 2002 年和 2003 年，他对小型航空公司的股票情有独钟。博克斯注意每个人都想持有的热门新股，如果不买这些股票，你会被认为是傻瓜，而正是对这些股票的持续关注，他通常获得做空点子。“我喜欢到宴会上观察谁喝醉了，”博克斯说，“而且我喜欢观察熊熊燃烧的火焰，看看那飞扬的灰烬中都有些什么。”

博克斯投资于德科尔户外用品公司（Deckers Outdoor Corporation）时，其反向投资倾向十分明显。该公司制造 Teva 凉鞋和雪地靴，这是一种羊皮做的带条纹的普通靴子，从好莱坞明星到低年级的高中女生，几乎人人都喜欢穿。2001 年，分析师们对该公司股票并不乐观，认为它未能实现 25%或 50%的预计利润。股票从 5 美元左右跌至 3.40 美元，但这时富矿资本将其视为良机：利润下滑是因为需求过大，从而导致该公司的原料——羊皮——紧缺。

于是，富矿资本的每一名员工，甚至他们的妻儿，当时都试穿过这种靴子，并对其感到满意。Ugg 拖鞋一问世，博克斯就买了一双，并觉得非常满意。德科尔的首席执行官对所有新的设计和产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行了规划，因此，博克斯和他的分析师们对德科尔效益的增长充满信心。但这一过程是缓慢的。2003 年 4 月以前，股票没有突破 5 美元。但到 2004 年年底，它的价格直线上升至 48 美元。

1999 年底或 2000 年初，博克斯开始了另一次前景不明朗的冒险，当时他买入汉森天然饮料公司（Hansen's Natural）的股票，该公司生产冰沙、果汁和天然苏打水等保健饮料。当时在一家证券公司当推销员，后来加入富矿资本的布雷特·亨德里克森向博克斯抛出了他的见解。博克斯与汉森公司的管理层进行了会谈，对所见所闻感到满意。公司拥有自己的优秀品牌，其销售网络正从加利福尼亚州南部的保健食品店向该州北部地区和亚利桑那州扩展。此外，其管理理念超前。当时能量饮料市场正在逐步壮大，而汉森的首席执行官罗德尼·萨克斯决心开发自己的新品种，一种称为“怪兽能量”（Monster Energy）的饮料，并于 2002 年将该品种推向市场。大多数分析师认为“怪兽”无法与同样正在开发能量饮料的可口可乐及百事可乐竞争。

博克斯第一次买入汉森公司的股票时，其交易价格约为 4 美元，而该公司市值约为 4,000 万美元，这意味着富矿资本要用数周的时间，才能买入足够产生影响力的头寸数量。博克斯又一次乐于等待。2003 年，能量饮料的销量激增，而“怪兽能量”也成为继“红牛”之后的第二大畅销品牌。2004 年上半年，股票价格升至十多美元，富矿资本将其售出。

那样的幸福时光与等待的智慧是全然不同的意思。它们提出了一个问题：退出还是继续留下。汉森当时的交易价格是翌年预计现金流的 20~25 倍。“当股价超出我们的目标价格，除非我们真的能够证明继续持有将会获取显著利润，否则我们必须逐步退出。”博克斯说道。

正如时常发生的一样，博克斯在汉森的赌局里最终未能获取最大利润。“我不知道接下来的两到三年里，怪兽这一品牌是否还将继续增长，而且也不知道估价真的对机构并不重要。”博克斯说。事实上，在他售出该公司股票后的一年时间里，该股票的价格飙升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了 5 倍多，但博克斯的一条主要原则就是，当其他投资者不再在意股票的价格有多昂贵时，他就会逐步退出。他知道，最终不可避免的下跌也将会和其上涨一样极富戏剧性并且十分迅猛。“这是市场上的规则。我们不了解是什么使股票的活力一夜之间突然唤发，因此决定立即全部抛空。”

有时候，做出何时抛售的决定归结为耐心。回顾博克斯某些最成功的案例，他希望自己当时没有抛空所有头寸，因为公司的业务很好，而且，他要么低估了市场潜力，要么低估了管理层继续保持利润增长的能力。“有时候你可能过于悲观或者说不够乐观。”

然而，当某一事物变成一种时尚，就足以改变博克斯的主意了。他对长期且持久商业模式的基本信念促使他远离这一股票。博克斯曾有机会买入美式翘臀低腰小喇叭牛仔裤公司（True Religion Brand）的较大部分股份，当时股票的价格是 0.8 美元。该公司生产的美式翘臀低腰小喇叭牛仔裤当时以 150 美元的价格销售，由于博克斯担心这种高价不会维持很久，所以错过了这次买入机会。“当然，我们彻底错了。”博克斯说道。该股票在随后两年里上涨了 20 多倍。尽管如此，博克斯仍坚决遵守他反对时尚的原则，因为他的总规则是使自己拥有充裕的时间，而不是抢在时机到来之前采取行动。

不过，在小盘股交易中，等待可能是痛苦的。由于小盘股往往比大盘股更不稳定，所以，博克斯更喜欢的较长投资周期可能带来更大的风险。为了减小这种风险，他总结了一些将不利头寸的损失减至最低的做法。首先，他在大量的板块中持有许多股票。尽管他不使用期权来对个股的动向进行对冲避险，但他对头寸的交易额进行适当调整，或增或减，比如，如果他预计一则消息或一份利润报告可能导致股票价格下跌，而他正在做多这些股票，这时他会削减10%或 15%的头寸，反之亦然。

他还可能限制头寸，意思是他将暂时售出他希望大跌但随着时间的推移不断上涨的空头股票，或者他将买入一些他正在做空的股票。他不考虑规避市场的整体风险，例如买入罗素 2000 指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的看跌期权。“我们不善于猜测市场的走向，或者假设市场价值被高估还是被低估。”博克斯说道。

为了增强保护，在 1999 年股票做空方面吃了苦头之后，博克斯引入了头寸规模限制。一家名叫 Metricom 的公司曾经引起了他的注意，他认为这是一个好的空头头寸，因此，他利用借贷资金买入了该股并售出，并认为股票将会大跌，而他可以在随后以更低价格回购。该公司当时正在销售无线互联网接入技术——即 Wi-Fi 的前身——而且该公司当时已在全美国所有城市的灯杆上都安装了 Ricochet 无线通信。公司在这上面投入了大量资金，而博克斯并不认为那种商业模式会奏效。制造和安装无线通信过于昂贵，而且几乎没有什么客户。于是，博克斯在 6 月中旬开始卖空该股票，当时的股票价格介于 10~11 美元之间。

但 Metricom 公司有着自己的拥护者。微软的共同创始人保罗·艾伦就是该公司的主要控股人，通过他的投资公司——伏尔甘风险投资公司（VulcanVentures）持有 Metricom 的股份。而当时的世通公司（WorldCom）正寻求拓展业务。因此，世通公司也决定在 Metricom 公司中投资 3 亿美元，与艾伦投入其中的资金大致相当。而这次现金注入仅仅发生在富矿资本将股票做空之后的约 1 个星期。到 7 月 2 号，股票交易价格接近 30 美元。在连续经历了四、五个不眠之夜后，博克斯决定购回其股票，当时的价格在 40~50 美元之间。博克斯发现，不存在绝对正确的买入点。“在某些价位上，生存的需要必须要战胜你的自信。”

博克斯看着该股票一路升至 103 美元，他一直在不停地研究。他发现订户的数量没有增加，因此，当股票价格处于 70~80 美元之间时，他再次做空该股票，并一直持续到 2001 年 Metricom 公司破产。

在 Metricom 股票上涨的那段令人头晕目眩的日子里，该股票变成了占投资组合接近 10%的大头寸。自那以后，博克斯决定在其投资组合中将空头头寸通常保持在 1%~2%的水平，最多不超过 4%，而他的多头头寸保持在 2%~3%，最多不超过 6%。如果头寸规模超出这些范围，他立即进行调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对博克斯而言，最大的挑战在于确认每个头寸的规模在整个投资组合中都有其意义。理想地，最佳投资点子获得最多资本，但一旦某只股票上涨50%，而且成为了最大的头寸，毫无疑问，它再也不是最大的盈利股票，因为它已经上涨太多了。“我的任务和最大的问题——我每天都要处理的问题——就是确保我与我的团队充分合作，了解他们对特定公司确信的程度，并了解该公司的评估价值，”博克斯说，“我必须确保将资金分配到正确投资组合中的正确股票上。”

为实现这一点，博克斯衡量各方面的信息——公司的经营模式、面临的风险、管理层的经验、股票交易的难易程度——并决定某只股票是否应保持2%、3%或4%的规模。如果公司的环境得以改善，他将买入更多股票，只要它至少还有翻番的潜力。如果某只股票接近目标价位，而他预测不会涨得更高，他就开始减少头寸，以便将资金腾出到更具盈利潜力的其他交易中。

为确保他的分析师们发掘的所有信息都是最新的，每位分析师将任何关于公司的数据——无论这些数据是来自于新的利润预测，还是来自于与公司管理层或竞争对手的交谈——输入到一个数据库。一旦博克斯决定了头寸规模和希望交易的目标价位，他将信息传达给富矿资本的交易员科迪·雷诺兹。博克斯给他留有一定余地，使他不至于错过机会。“如果你做出一个目标价位的决定，而你的限制与市场价位相差0.2或0.4美元，你必须给交易员一定空间来自行决定。他对市场的短期走势比你更清楚。”博克斯说。

雷诺兹和团队的其他资深成员——分析师布赖恩·拉丁、布雷特·亨德里克森以及负责与投资不相关业务的阿曼达·约克，都是“聪明、求知欲强，并有良好职业道德的人。”博克斯说道。他们都曾在不属于常春藤盟校、但排名十分靠前的大学中就读，而且，包括博克斯在内，他们中没有一个人获得MBA学位。“我不是说没有获得MBA学位是我们的优势。我说的是，我们团队中的大部分人都是自学成才者，都有一种自力更生的精神。他们通过实践和在人生学校中的艰难锤炼而获得各自的技能。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

博克斯说，与大盘股的分析师相比，小盘股的分析师学术能力较弱，因此，在小盘股投资中，“做中学”（learning－by－doing）方法尤其重要。“我们认为有效市场假说（efficient market hypothesis）是一通废话。”博克斯说。他提及的有效市场假说，就是“股票价格反映所有有用信息”的理念。

为确保未来的员工能适应富矿资本的企业文化，博克斯甚至在雇用他们之前就带着他们进行研究旅行。他回忆起与2002年进入富矿资本公司的员工拉丁的一次旅行。“我让拉丁每天参加4场或5场管理层会议，然后带着他出去吃晚餐，有时可能还会把他灌醉。用餐回来后已经很晚，而我叫他次日6点起床。我让拉丁住在条件很差的酒店，开着租来的廉价汽车，一个星期天天如此。在那四五天的旅行中，你会对他的思维方式有一个很好的了解。”

拉丁干得极为出色。“他活力四射，非常非常聪明，而且十分勤奋。他总是在楼下大厅等我。他擅长与管理层会谈，懂得把握提问的时机。布雷特·亨德里克森也是一样。”

博克斯在交谈中不时提起自己的母校，他建议那些想进入对冲基金领域的学生们培养一些必备技能，使自己真正擅长于所从事的业务，并且与众不同。他指出，在实现了技能的培育与积累后，不要担心其他人的想法。“你要走自己的路。你有自己的技能，自己的智力，自己的背景，而且具有以独特方式做事的特定的基因成分。培育那些技能并以与众不同的方式做事。”而且要不断学习。“不断提高你的技能，并使自己更加擅长所从事的业务。”

他对投资的最后建议是：“密切关注未来的动向，而不是现在的状况。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章 CHAPTER 8

波恩·皮更斯：沉稳的石油商

波恩·皮更斯非常喜欢自己这个对冲基金大亨的职业，其中一个原因是，与他以前从事过的任何职业相比，这个职业能够赚取更大利润。皮更斯说，“年愈古稀之后，我赚的钱更多了。”他与BP资本管理公司（BP Capital Management）在达拉斯一同成立自己的第一家基金之时，他只差几岁就到七十了。2006年4月，当皮更斯向美国国税局（Internal Revenue Service）填写纳税支票时，他的会计师告诉他，自他年逾古稀之后，已向山姆大叔支付了他从前不愿意交付的全部税款的90%——确实是一个天文数字，根据福布斯排行榜，到2007年，全美只有约350人比他更富有。

皮更斯的纳税义务没有任何减轻的迹象，因为，即使现在已达79岁高龄，他仍在计划创造利润，这是他一直在想方设法做的事情。皮更斯曾经经营着全美最大的独立石油公司——美莎石油公司（Mesa Petroleum）。20世纪80年代，他以美国最卓越的收购专家而闻名遐迩，向菲利普石油公司（Phillips Petroleum Company）和城市服务公司（Cities Service Company）等一些公司报出了收购价格，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管算不上成功但仍然实现了盈利。

“这次交易使我获得极大的满足。”皮更斯说。他在曼哈顿洛厄尔酒店(Lowell Hotel)的套房中接受了我的采访,这里是他和妻子还有宠物狗一同从家乡达拉斯来到纽约时的住处。皮更斯是一位非常友善,喜欢田园式生活的老者,惯于说一些不动声色的笑话。他穿着赛前训练服——灰色的宽松运动长裤、一件带条纹的马球衫和一双运动袜——显得充满朝气。套房内电视上的财经频道处于静音状态,他乐于通过实况节目获得任何有关石油和天然气的消息。

皮更斯与一个 11 人组成的管理团队监管着 BP 资本的投资,其中 3 人——迪克·格兰特、罗纳德·巴塞特以及罗伯特·斯蒂尔威尔——曾在他的美莎石油公司工作过。他的能源股票对冲基金,90%投资于股票,10%投资于商品,自 2001 年 8 月成立之日起至 2007 年年中,年均回报约为 38%。他的石油与天然气商品基金自 1997 年成立以来,已向投资者贡献了约 28 亿美元的回报。在 BP 资本的 43 亿美元资产中,约有 16 亿美元属于皮更斯的个人财富。新客户需要支付 1.75%的管理费和 30%的收益费。

皮更斯的策略十分简单:管理团队预测石油和天然气的走势,然后在期货市场中下赌注。根据了解的走势,他们还可以买人或卖空能源股票。皮更斯不会对他的头寸采取避险措施,也不会轮回交易。如果基本面未发生改变,即使市场对他不利,他也会紧握其股票。“我们是基本面玩家,我们将继续持有头寸,”他说,“在我们选择的盈利股票上,我们赚取了大量的长期资本收益。”他账目中的大多数头寸为 4~20 个月的头寸。为确保决策正确,皮更斯不断分析和评估每一只头寸,因此,他不会因为股价朝相反方向运行而惊慌失措。他控制着交易的规模,因此,即使进场较早,他也能设法使自己继续留在场内。“你不能不顾股市的不稳定性,但你不能让它控制你,”他用典型的皮更斯式语调说道,“你不能让任何一只头寸蒙住你的眼睛。”

皮更斯出生在俄克拉荷马州的霍尔登维尔,1951 年,他从俄克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉荷马州立大学（Oklahoma State University）毕业并获得地质学学位，之后进入菲利普石油公司成为一名地质学者，从此进入石油业。1956 年，刚刚 28 岁的皮更斯组建了一家新公司，后来发展成为美莎石油公司。作为一名地质学者，他数十年来一直从事石油勘探工作，后来，逐渐开始关注价值被低估的石油与天然气公司。

1969 年，他第一次整体收购了休格顿生产公司(Hugoton Production Company)，该公司在堪萨斯州拥有大型天然气田。随后，在 20 世纪 80 年代，他在许多公司——最终自己没能成功买下的包括城市服务公司、菲利普石油公司、海湾石油公司（Gulf Oil Company）和优尼科公司（Unocal Corporation)——进行了一系列投标，但最终未能实现整体收购的愿望。相反，这些公司制订了股票回购计划，或者寻找一位“白衣骑士”来以当前股票价格优先购买的方式进行反出价。无论这些公司采用哪种方式，作为股东的皮更斯最终都实现了数百万美元的盈利。

然而，在管理美莎石油公司期间，皮更斯曾在一个购买天然气储量并向股东支付红利的规划中判断失误。他贷来 10 亿多美元的资金，在天然气价格上大赌了一把。他赌即使天然气价格骤然下跌，也会很快回升，通过这种反弹获取的利润会超过他的借贷。但那种情况并没有很快发生，最后，他于 1996 年被迫向德克萨斯州的亿万富翁理查德·雷恩沃特出售这家公司。“在美莎，我们完全失控了，”皮更斯说，“我们的时机选择失灵，这让我们付出了代价。”

不过，更多时候，皮更斯对实现盈利的时机把握得恰如其分。在美莎石油公司，从 20 世纪 70 年代初开始，他间断地从事商品期货交易，起初是防止在一家家畜公司面前曝光。1986 年~1996 年间，他和他的美莎石油公司团队在石油和天然气交易中将 200 万美元变成了 1.5 亿。“那段时间，我从未在哪年出现过亏损，”皮更斯说，“似乎我总是处于最佳状态，因此我想，为什么不乘胜前进，经营一家这样的公司呢？”

下一步变得更有意义：成为一名对冲基金经理。1997 年，他成立了一家商品基金，拥有 6 名投资者，其资产为 3,400 万美元，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中25%是他本人的资产。基金刚刚成立的头几年，效益并不好。从成立之日起到1998年底，皮更斯损失了约90%的启动资金。“我们做得不好。”他笑道，听起来像是一位已学会应对挫折的人。这次挫折是暂时的。自那以后，他从未出现过年度亏损。他每年向投资者派发利润，通常从每年的1月1日起派发，累计派发了2.75亿美元。他说，这是一个巨额数目。

2002年全年，皮更斯的股票基金同样出现了35.7%的亏损，但从此以后一直盈利。“我吸取每一次经验教训。”皮更斯说，“如果你的手指头被门夹碎过，你不会再被夹到第二次。”

了解什么事不能做是重要的，但皮更斯的优势来自于其半个多世纪在石油和天然气行业内的摸爬滚打，他既做过运营商，也做过交易商。“我认为，像我这样既有企业管理经验，又有商品交易经验的人，可谓凤毛麟角”，他说。这种经验的结合使他能够发现其他交易商无法发现的动向。2003年，石油期货价格在数年后由每桶20美元涨至每桶25美元。在确定了石油勘探和开采成本之后，皮更斯确信那些价格低到了不合理的程度。于是，他在后来的四五年时间里疯狂买入石油期货。2006年6月，石油价格终于猛涨，逼近每桶80美元，这些赌注使他获得了巨额收益。

不管是久经商场的老手，还是初入商场的新手，皮更斯没有回避取得成功所必须付出的努力，他花大量时间观察市场。“尤其是，当你到我的年纪时，你必须确保你能与时俱进，”他说，“不要退出舞台，然后再努力回到台前。”当他离开办公室外出时，每天向他的团队打10次电话是很平常的事。

皮更斯是被称为“石油峰值”这一争议理论的支持者，此理论认为全球石油生产已处于或接近顶峰。因此，皮更斯在市场中的头寸，往往是多头头寸，而不是空头头寸。“(我对石油生产的感觉)很大程度上影响了我获得的利润以及遭遇的部分亏损。”皮更斯说。

2007年，他对石油峰值理念的坚信并没有为他在原油方面所投的赌注带来帮助。“在石油市场中，我是输家，但在天然气市场中我是赢家。”皮更斯说道。2007年年中，他的股票基金上涨了6%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而商品基金下跌了 21%。1 月份，麻烦出现了，沙特阿拉伯宣布不会削减原油产量，因此当时石油价格从年初的近 60 美元一桶跌至月中的约 50 美元。“我们在石油上亏损了 10 美元。”皮更斯说道。2007 年 6 月，他预测除非经济增长速度减缓，否则 2007 年的石油平均价格将为每桶 70 美元。“我没有把经济衰退考虑在内，但与两个月前相比，我更担心今日的市场。”2007 年，他的经济顾问最初预计经济增长率为 2.5%，后来将预测值降低为 1.75%。尽管皮更斯宁愿立即得到所有坏消息，但他还是有点紧张，因为他们可能继续降低自己的预测值。“我不希望被橡胶鸭子粘死，而宁愿被吃人的老虎吃掉。”他说。

尽管从未停止对大势的关注，但有时候，当察觉到市场走势时，皮更斯也会做一些短期交易。2007 年的前 4 月，皮更斯及其团队做多，随后做空，后来又做多天然气，每一次交易都实现盈利。但是，他说，不要以为他从事的就是与在拉斯维加斯赌场中赌博相类似的日交易。“如果你在那里停留的时间太长，他们将赚走你的钱。”

皮更斯还努力用最少的资本实现最大盈利。2002 年 8 月，他在天然气上投下巨赌。“我们当时将橡皮筋拉得很长。”皮更斯说。对于将在 2003 年、2004 年和 2005 年到期的期货，他和他的团队进行了以下操作：他们买入 4 美元的看涨期权，售出 5 美元的看涨期权，并售出 3 美元的看跌期权。换言之，他们赌那些年的天然气期货价格——当时的交易价格约为 3.5 美元——将涨至 4 美元以上，但不会高于 5 美元，而且不会跌到 3 美元以下。售出这两种期权，皮更斯赚取了利润，而且这些利润覆盖了他购买第三种期权的成本。皮更斯说，当确认市场趋势与他的预测相符时，他乐于投入巨赌。“只要市场给我们提供这个机会，我们将继续赌下去。”

但是，他的团队中当时有一位成员感到疑惑，为什么不直接下注而使用期权？“我们必须保证安全。”皮更斯说，他认为，使用看涨期权和看跌期权，可以投入较少资金进行交易，同时获得利润。

对 BP 资本的赌一直是定向的。皮更斯不是一个所谓的价差交易者，将赌注押在价格差异上，比如说，一份将在刚入冬时到期的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合同，以及一份由于天气逐渐转暖而到期的合同的差异——称为日历交易。价差交易通常不是十分有利可图的，除非使用大量的借贷资金，或者出现了不平常的气候事件，比如2005年的卡特里娜飓风和丽塔飓风。“我在那些事件中赚取利润，但不是通过价差来实现的。”皮更斯说道。

为减少价格的震荡，皮更斯往往购买4年或5年之后才到期的期货，这种期货的每日价格波动范围较窄。

尽管皮更斯和他的投资委员会大多时候就投资决策达成一致，但对于何时投资，他们有时也会产生分歧。“我通常希望比他们更快地采取行动。”皮更斯说。在漫长的职业生涯中，没有耐心是他的标志性特点。1997年，他确信天然气将成为一种重要的交通燃料，于是在一家名为清洁能源(Clean Energy)的公司股票上投资了130万美元，因为这家公司在凤凰城和洛杉矶的国际机场中拥有两座天然气加气站。如今，该公司拥有了170座加气站，而皮更斯却在2007年5月将其股票向公众售出，当时的市场达到7.5亿美元。他赢了，尽管他曾预测在买入的3年之内将会发生大事。“我的点子大多数时候都是有效的，”皮更斯说，“但时机选择偶尔也会把事情弄糟。”

皮更斯尝试过各种不同方法来克制自己过早进场的倾向。有时，在做出某项决策之前，他出门散步一整天。尽管他并没有完全克服，但也取得了进步。“我没有变得更糟，”他笑道。而他强烈的渴望确实具有优势。他很少在打赌上动作迟缓。“我不会让机会擦肩而过。通常，我们参与了大部分交易。”

尽管皮更斯密切监控自己的赌注，但只要投资组合总体上是盈利的，他并不会紧盯个别赌注不放。他的商品基金在2004年~2006年期间取得了良好的收益：2006年盈利4.18亿美元，2005年盈利126万美元，2004年4.32亿美元，所有这些，都是从2.75亿美元的启动资本发展而来的。2007年上半年，基金陷入困境，1月份最初投入的4.2亿美元亏损了1.4亿，但到年中，亏损减至8,900万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在交易商品时，皮更斯对脑海中的退出价位避而不谈。他回忆起当天然气价格为 3 美元时，他买入了，那是一个“破釜沉舟”的决定，并不容易做出。当价格涨至 4 美元时，他认为显然应该买入更多。具有讽刺意义的是，第二次决策容易许多，即使当时的价格已经更高。“那是因为对 4 美元时的市场比 3 美元时了解得更多。”他说道。

皮更斯在基金中成功的秘诀可能是他的团队方法，这是他在美莎石油公司与那些二三十岁的年轻人（他把那些人称为“波恩男孩”）一起工作时培养的一种管理方法。皮更斯在高中时当过竞技体育的运动员，因此他把投资视为一种运动——虽然是一项严肃的运动——并把他的投资委员会视为一支球队。“我们把来年视为每个月都要打一场比赛。今年 1 月时我们输了，2 月扳回一场。看起来我们 3 月也会赢，因此，第一季度我们的成绩是 2:1。”皮更斯说，“任何事情都像是一场比赛，像是一支队伍。我们不为头衔而战，我们为头寸而战。”

皮更斯无疑是在召集比赛，通过持续研究与分析最终确认比赛计划。他回想起 2003 年中黑色的一天，当时他的基金在天然气交易中亏损了 6,000 万美元。当天下午，他走进会议室，环顾四周说道，“嘿，伙计们，你们的脸拉得太长了，看来要请两位理发师才能帮你们修好。”随后他提出了一个关键问题：基本面发生变化了吗？立刻有人做出回答，随后每个人都加入了讨论。他们没有人相信事情发生了变化。“你们有没有兴趣使我们的头寸规模翻一番？”他问道。最终，他们这样做了，而且完全正确。

皮更斯十分清楚，出现亏损时，坚定地继续进行某项交易是痛苦的，即使你坚信它会在未来或者第二天就使你盈利。“有时候，如果你对它恨之入骨，那就太糟了。就好比一只狗在啃一块腐臭的骨头。它并不是真的喜欢，但会不自觉地把嘴巴又凑上去，骨头仍在那里，于是开始大嚼起来。”皮更斯说的时候，翘起嘴唇模仿这种动作。

皮更斯认为他的团队既有资历浅的年轻人，也有资深分析师——也就是他从美莎公司带来的顾问——还有大学一、二年级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的学生——他的两位交易员米切尔·罗斯、大卫·米尼和他的股票分析师阿雷克斯·瑟奇亚克和布赖恩·布拉德肖。这 4 位年龄都介于 31~33 岁之间。“我们的团队亲密无间，”皮更斯说，“我认为，他们中的每个人都不会感到孤立无援。我们共事了很长时间。我们的人员没有变化。这好比一支优秀的篮球队。你可以不看人传球。你知道，接球者肯定就在恰当的位置。”

这种亲密无间很大程度上源于经常沟通。他们常常促膝交谈，每天至少开一次会，有时甚至是多次。这些股票精灵们了解商品交易的所有事情，反这亦然。皮更斯说，他一直对菲利浦公司的勘探和生产团队总是各自开会感到无法理解，他经营美莎石油公司时，公司的会议内容包罗万象。“‘我们一起来讨论，这是得分线。’我这样说。利用这种会议形式，我获得了更好的点子。如今，在对冲基金公司，我们采用同样的方式。我们之间互相尊重，这在各种会议上都明显体现出来。”

会议通常有 10~12 个人参加，没有事先安排的议程，讨论的话题可以是沙特阿拉伯的油井，也可以是政治、体育，还可以讨论石油和天然气市场中的种种传言和天气状况，以及它们将对天然气价格有何影响。团队成员讨论当前的头寸、新颖的交易点子以及收益，最终一起决策买入还是卖出。他们希望每一个重要问题都摆在桌面上，鼓励并期望每个人都加入讨论。团队往往最终达成一致。皮更斯发现，他在其中扮演的角色是促使团队在条件许可时冒更大的风险。他总是提出这样一个问题：“大家是不是希望扩大我们的头寸规模？”

每天的第一次会议可能在吃早餐时举行。皮更斯每天早晨 6：30 出门上班，7 点时，他和他的团队将决定是否一起用餐，要么在希尔顿饭店，要么在北部达拉斯的办公室。无论在哪里，8：30 时他们将回到办公桌前。有时候，也会召开午餐会，可能是 11：30 开始。午餐会在一间大型会议室举行，里面摆有巨大的椭圆会议桌和 12 把皮椅子。远端的墙上挂着超大号的彭博资讯显示屏。如果市场行情紧张，这种会议可能持续 1~2 个小时。在市场停止交易后通常也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会举行会议，下午 4 点或 4:30 开始，有时候持续到 6 点。如果市场行情有要求，皮更斯将安排他的某位顾问——他在经济、气候和对外政策等领域聘用了 10 名左右的专家——亲自参加会议或通过电话参与会议。

在达拉斯，团队每月还举行一个两小时的晚宴。讨论的主题可能是事先指定的——可能是某人参加了一次会议或行业大会，并针对那次会议讨论 10 或 20 分钟。“他们的妻子不会抱怨，”皮更斯说，“我不会让他们回家太晚。我们是严格守时的公司。”

皮更斯的巨额财富似乎只有他的想象力和他为了进一步累积财富而提出的点子才可超越。他如今试图向达拉斯卖水。他于 1971 年第一次购买的大农场，如今已占地 5 万英亩，坐落在部分奥加拉拉蓄水层之上，该蓄水层从德克萨斯延伸至南达科塔州，是北美最大的蓄水层。由于地处丘陵地带，这些水无法用于农场和周围其他作物的灌溉，因此，皮更斯想出售一半的水，并将蓄水层 50%的水抽取出来。

他还对风力发电感兴趣，如今，他正考虑在德克萨斯的锅柄状狭长地带中约 20 万英亩的土地上使用涡轮来发电，容量为 4,000 兆瓦。他曾发誓远离油气勘探和生产业，尽管这样，他还是被拉入那一领域。“你的经验如此丰富，你不必很长时间关注某一业务，了解它是不是一项好业务。”皮更斯如此解释再次进入这一业务领域的原因。有时，他的个人项目也引起公司内其他员工的注意，并与他一道投资。

皮更斯是共和党政治家的一贯支持者，他在达拉斯办公室候客厅内，装饰着不下 20 张照片，多数都由相片中的人亲笔签名，而且都是他与大老党（译者注：美国共和党的别称）的杰出人物，诸如前总统罗纳德·里根及其夫人、前总统乔治·布什和现任总统乔治·W·布什等的合影。在 2008 年总统选举中，他支持前纽约市市长鲁道夫·朱利安尼。

即将回家时，皮更斯打赌说，他的团队是他曾建立的最佳团队。“我不是在管理他们，我是在领导他们。”他说，“我不会坐在桌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子的中央，我更喜欢坐在其他位置。"在达拉斯的会议室，他的椅子是左边的第一个，这个位置更便于观看大屏幕。

"这支团队经验十分丰富，并将取得卓越的成就。如果我离开了这个世界，他们将是公司里最优秀的人。"皮更斯说道。

看来，死神并不会很快降临到他的头上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章 CHAPTER 9

波恩男孩:赢得一席之地

波恩·皮更斯产值高达40亿美元的BP资本公司里，有四位三十多岁的年轻人，对这些年轻人而言，信心与信念是他们从那位79岁的石油大亨身上学到的最宝贵经验，波恩·皮更斯曾从石油行业转行，成为远近闻名的收购专家，后来又成为对冲基金领域的亿万富翁。“他不会因为每天的价格走势而变得慌乱。”31岁的大卫·米尼说道。他于2005年加入位于达拉斯的对冲基金，并且成为该公司两位交易员之一。皮更斯把时间花在对形势的评估和再评估上，以确保自己的决策正确，米尼说，但“他具有从喧闹的世界中发掘真理的神奇能力”。

在嘈杂的环境中忽略周围的声音意味着专注，31岁的股票分析师阿雷克斯·瑟奇亚克说，与皮更斯共事，你可以发现，密切关注市场走向至关重要。“不要因为每只股票价格或每种商品价格的微小波动而心烦意乱，”他说，“要从根本上看问题。”

瑟奇亚克的目标从一开始就十分清晰。2001年，当他从南卫理公会大学(Southern Methodist University)的埃德温·L·科克斯商学院

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毕业时(Edwin L. Cox School of Business),他不想像其他同学那样进入网络公司。他希望进入私募股票公司或对冲基金公司,做一名分析师。后来,他听说皮更斯正在创办一家股票基金,立刻就明白这正是他向往的公司。他希望"为长期从事这一业务的传奇人物工作"。瑟奇亚克说,他花了3个月时间才得到一次面试机会。"每当我终于能获得一次面试机会时,他都会把我从名单上划掉。"但瑟奇亚克的执着使他获得了这份工作。

在公司,能够继续留场就会得到赏识。31岁的米切尔·罗斯于2001年加入皮更斯的公司,成为一名商品交易员,他说,当市场趋势与预测的相符时,皮更斯能够从交易中挤出大量效益。"当他知道市场处于他的掌控之下时,他的做法令人称奇。他善于抓住并控制那一趋势。我希望我也有那种直觉。"罗斯说道,在主要由南方人组成的团队中,罗斯是一位说话较快的纽约人。"如果他认为市场将走高,或者走低,并且每天获得更多那方面的证据,他会将全部资金押上去。"罗斯说,他已经从老板那里学到了这种冷静的处事方式。

罗斯第一次遇到皮更斯是在皮更斯父亲的办公室里, 他父亲当时是纽约一家名叫 PIRA 能源集团的能源顾问公司的首席执行官。当时, 罗斯刚刚从纽约的马克斯通资本管理公司(Marcstone Capital Management)辞职,他曾在那家公司从事外币和欧洲股票业务。遇到皮更斯的那一天,他刚刚在其父亲的公司里上第一天班。皮更斯问他是否想成为股票基金的首席交易员,罗斯说想,因此,皮更斯邀请他到达拉斯与其他员工见面。

后来的几个月里,他们交谈了数次,并最终谈到薪水问题。罗斯告诉皮更斯自己的期望薪水。"皮更斯说,'我不能提供你想要的薪水。'"罗斯说道。"我说,'好,那我也干。'波恩喜欢那种爽快。我没能拿到自己期望的薪水,但还是去了达拉斯。"

对于 BP 资本公司团队的每一位成员,到这家公司来都是下定了决心的。米尼尤其如此。早在大四时,他就开始进行交易。加入 BP 资本之前,他为两家证券公司工作了7年左右,都是担任交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员。他希望转行到买方，希望为一家类似于皮更斯公司那样的能源对冲基金工作。“那是我的目标。”他说。因此，他递交了简历，数周之后，他从罗斯那里得到回音。罗斯告诉他，他们确实正在寻找这样的人，但是并不急。如果没有找到合适人选，公司将继续等待。

“我想确保我就是最合适的人选。”米尼说道。在 2005 年晚春或初夏时节，石油市场大幅度升温。每隔几天，米尼就向罗斯打电话或发短信询问，“使他不会把我暂时搁置在一边，”米尼说，“我非常执着。”那时候，米尼并没有从事石油或天然气业务的经验，但那似乎并不是障碍。“罗斯告诉我，波恩喜欢没有经验的人。”他说。米尼告诉罗斯，他的业务学习会很快。米尼几次来到罗斯的办公室，与他交谈并和团队的其他成员见了面。

只有在最后一次面试时，他才和皮更斯坐在一起，面试进行了半个小时。“我向他介绍了自己。他告诉我 BP 资本公司的工作方式。那更像是一种讨论，而非面试。他努力了解我的特点，显然我对他也有了一定的了解。”米尼说道。几天后，他获得了那份工作。“薪水出现了一定程度的减少，但这是我向往的公司，我知道，没有什么比向团队的这些优秀成员学习更好的了。”

他确实是在学习。“每天都是一个学习的过程，”米尼说，“在这里，最好的工作方式是观察和倾听，因为皮更斯的经验相当丰富，并能以与众不同的方式观察问题。有些人之所以取得成功，正是因为他们观察事物的方式与众不同。”

对皮更斯而言，那种观察无疑来自于多年经验的积累。今年 31 岁的 BP 资本公司股票基金的股票分析师布赖恩·布拉德肖如此评价：皮更斯关注市场走势并做出决策时，面无表情。“似乎是一个血液中都含有冰的冷面人。”如果某天他们赚了数百万，皮更斯只是说，“好日子”。如果哪天他们亏损了数百万，他也只是说，“坏日子”。他们从来没有听到皮更斯说“究竟发生了什么？我们该怎么做？”布拉德肖认为，能够保持冷静是那些擅于管理资金的经理们的显著特点。“如果你让市场动摇你的自信，如果你让它来决定什么是好点子，什么是坏主意，那么你会不断犯错，”他说，“如果与市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958216088 期货开户 有书籍下载网址:http://www.7help.net

场走势交替换位，那你始终慢了半拍。"

显而易见，即使皮更斯与他的团队呆在一起的时间不长，他仍打造了成员间互相尊重的组织严密的团队。工作中，团队成员的着装是随意的，可以穿马球衫，不必穿西装，而办公室内充满了如家庭般温馨的气氛。团队成员间的紧密团结，可能受皮更斯本人行为的影响。他信任这些人。"在这里工作，最值得一提的是老板给我们自主权和充分的自由。"布拉德肖说。他 2003 年才进入 BP 资本。"老板为我们这些相对年轻的人提供了很大的决策空间，使我们努力盈利。"

皮更斯对他们的信任显而易见，在投资委员会每天举行的会议上，所有的买入和卖出决策都摆在桌面上，团队通常会对采取何种行动达成一致。"他对我们所有的意见都十分重视。"米尼说。布拉德肖则讲述了 2005 年他们对一家名叫大三角帆勘探公司(Spinnaker Exploration Company)的石油股票进行操作的故事。他们已持有该公司股票有一段时间了，皮更斯认为售出的时间已到。瑟奇亚克、罗斯和布拉德肖都不同意。幸运的是，皮更斯改变了自己的主意，赞同了他们的观点。在接下来的两周里，该公司股票暴涨了 10 美元，很快，挪威第二大石油公司，挪威海德鲁公司(Norsk Hydro)同意以每股 65.5 美元的价格收购大三角帆公司，这一价格比上一次收盘时的价格多出 34%的收益。

在其他方面，皮更斯同样如此。2007 年初，他的基金做多天然气，在与团队进行数次讨论后，他们确定价格不会涨得更高。冬季马上就过去了，寒冷的气候也行将结束。每个人都认为退场的时机快到了，剩下的问题只是何时退场。布拉德肖建议立即售出一半的头寸。这一建议得到了其他成员的支持，他们打电话给当天在达拉斯大农场的皮更斯。"我不这样认为。告诉我你们为什么这样想。"皮更斯说。团队摆出了他们的论据。"我知道了，但过几天再说吧。我觉得股票还有一定的上涨空间。"他说。他们听从了他的意见，第二天，天然气价格涨了 0.8 美元，他们售出了股票。"他有着非凡的直觉。"这得益于他非同寻常的丰富经验，布拉德肖说。毕竟，自从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

皮更斯与纽约商业期货交易所就天然气交易签约以来，他一直在从事天然气交易。

在 12 人组成的团队中，每个人都十分熟悉油气行业的基本业务，并对影响它们的宏观经济、政治、气候趋势等也相当了解。瑟奇亚克和布拉德肖注重对公司内资产达 23 亿美元的股票对冲基金进行分析。未经与团队其他成员讨论，他们不会做出大型头寸的买入和卖出决策。该公司 3 个完全相同的股票基金中，90%的资金投资于约 40 只股票。这些基金含有瑟奇亚克和布拉德肖预计将上涨和下跌的股票。商品基金中 10%的资产反映了皮更斯商品基金的头寸情况。与商品投资组合的情况一样，这些交易以基本面分析为依据。除非大势发生了改变，否则瑟奇亚克和布拉德肖不会增加或减少头寸，他们也不会使用期权进行对冲避险。

该基金交易许多公司的股票，包括能源板块中涉及油气勘探与生产、石化、煤炭、油轮、替代能源、石油炼制、高耗能制造、电力与公共事业以及油田等业务的公司。选股是团队对油气价格走势进行分析的结果，这种分析包括近期分析和未来几年的走势分析。在确定价格走势之后，他们对头寸进行操作。“如果我们认为原油交易价格在未来半年内将会上涨，下一个问题是这种涨势将怎样影响股票市场。”布拉德肖说。如果原油价格正在上涨，对于埃克森美孚公司（Exxon Mobil Corporation）的股票可能是好消息。或者，即使这种涨势只是短期的反弹，而埃克森公司无法利用这种涨势获利，但每天在现货市场上出售石油的小型生产商将会使我们获利。与此同时，团队可能决定做空航空公司的股票，因为燃料成本的上升将使它们的利润减少。

管理板块基金不同于经营由各色各样股票组成的大型投资组合。对于石油和天然气，在十分强劲的牛市中，皮更斯的员工们可能不会大量做空。“如果石油价格从 35 美元/桶涨至 70 美元/桶，你不能真的做空并指望获取利润。”布拉德肖说道。

皮更斯基金的投资界限通常为半年到 1 年，而且他们不会制订一个目标利润。“我们更关注市场为我们提供的收益。”布拉德肖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

说。由于瑟奇亚克和布拉德肖只在一个板块中交易，他们没有权利将其投资选择限制在两人预计将上涨一定百分比的股票之上。例如，在2005年，石油价格从42美元/桶涨至70美元/桶，基金的股票和商品头寸大幅上升，回报率达88%。然而到了第二年，盈利变得十分艰难。天然气价格由每英国热量单位14美元的价格跌至4美元，而石油价格尽管在年中一度涨至78美元/桶，但最终在年底仍回到年初的60多美元。某些能源股票涨幅达20%，但有些却出现下跌，总体而言，基金回报率达19.6%。瑟奇亚克和布拉德肖在他们做空的股票上获得约5%的回报——就是说，这些股票是利用借贷资金买入，随后售出，寄希望于在随后更低的价位上重新买入。高达88%的回报率并不多见。

瑟奇亚克和布拉德肖通常对多少只特定股票的价格将会上涨或下跌有所了解，而当股票价格接近目标价位，投资委员会将讨论是继续持有还是抛售离场。如果他们决定继续持有，他们会上调目标价位。这种操作方法与商品基金中的方法略有不同，在商品基金中，由于市场行情总是不断变化，皮更斯不会确定目标价位。

如今，业内的对冲基金公司比以往更多，但这并不意味着在基金公司中非常好的职位有很多。皮更斯的团队对选拔人才有自己的一套。

对期望值的控制可能是关键。瑟奇亚克说，“要多做奉献，少提要求。”他说，他成功说服皮更斯雇用自己，就是因为他准备承担一切任务。瑟奇亚克在发给皮更斯的短信中这样说：“我将做所有事情。只要你要求，我将不计较工作时间的长短。我也不计较报酬。”

谦虚使人进步。一开始，你不会经营基金。“对于你最初承担的责任，你必须摆正心态。”布拉德肖说，“对基金而言，你当时并不是不可或缺的骨干。这听起来有点刺耳，但事实就是如此。你必须乐于承担任何业务，以便进入这一行业并证明自己。未来是美好的，但在第一天，你必须做好谦逊的准备。”

“波恩男孩”们在皮更斯的公司找到工作，部分原因在于他们坚持不懈，并用长远的观点看问题，即使这些工作不是他们今天能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够找到的报酬最高的工作，但将来，报酬无疑会更加丰厚。他们已经学会了在投资中同样着眼长远。“我曾经四处找工作，像只猴子一样上蹿下跳，”罗斯笑着说，“他们说，‘冷静一下，朋友。’他们过去总称我为年轻人。”罗斯说，皮更斯还教给我生活经验，但被进一步追问是哪方面的生活经验时，他微笑着说，“这是隐私。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章
CHAPTER 10
乔希·弗里德曼和米奇·朱利斯：债券交易元老

乔希·弗里德曼和米奇·朱利斯早在哈佛大学就读时就是一对好友，在哈佛，他们双双攻读法学和商学的双学位。近 30 年前，他们第一次相遇在奥德里奇礼堂（Aldrich Hall），那时是去那个礼堂参加商学院一年级班的第一次课程，而至今，他们共同经营位于洛杉矶的峡谷合伙公司已有 20 余年，该公司目前产值达 170 亿美元。弗里德曼现年 51 岁，朱利斯现年 52 岁，20 世纪 80 年代的大部分时间里，他们都在洛杉矶的德崇证券（Drexel Burnham Lambert）工作，他们当时的老板就是大名鼎鼎的垃圾债券国王迈克尔·米尔肯。他们说，在德崇证券那些年的工作经历练就了他们对债券市场的理解及深入分析的能力，加上 17 年的投资经验，造就了他们在多策略投资领域的优势。他们的优势是一种包罗万象的资金管理方法，使得峡谷合伙公司能够通过广泛系统的投资方式来赚取利润——从股票，到可转换债券，到银行，到高收益和不良债权。他们称这些基金为“多策略基金”（Multistrats），由于那些经理们能够灵活地运用赚取利润的任何策略，而其他人则无法做到，因此多策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金吸引了机构投资者。2007年年中，这些基金占1.7万亿美元对冲基金中的15%，同时，除了多—空股票基金外，2006年和2007年，它们为客户提供了比任何其他方式都要多的利润。

“我们的公司构建在一种极为谨慎的文化和全面彻底的信用与评估分析基础之上，在每一种以债务为导向的市场中都有我们的身影。”弗里德曼说。大多数多策略基金竞争者更关注的是股票——股票所占比例可能超过其资产的50%，尽管峡谷在股票中也投资了数十亿美元，但弗里德曼和朱利斯则更专注于债券和银行债务。

我与弗里德曼和朱利斯在位于比佛利山的峡谷公司的会议室里进行了面谈，从那里可以俯瞰威尔谢大道，刚刚坐下来几分钟，我就明显感觉到他们相互之间极为尊重，并且对对方的互补才能深感敬佩。弗里德曼留着一头短的卷发，身材敦实，戴一副眼镜，刚刚忙完一次商业旅行，穿着和他代表公司公众形象相称的黑色西服。朱利斯似乎刚刚刮过胡子，简直是喜剧明星杰里·斯蒂勒的翻版，上身穿一件褐色羊毛衫，下身穿一条米色的休闲裤，看上去有如叔父的气度。他热衷于研究，并把自己的主要精力放在研究上。谈到投资时，他的语气比华尔街的交易商更富学者味。

1998年年末起，朱利斯和弗里德曼不再交易新兴市场债务，他们痛击了债券和股票指数，获得近13.5%的年均回报，而当时基准股票指数的年均回报仅为3.6%，多策略基金的年均回报约为10%。他们的旗舰基金——峡谷价值实现基金（Canyon Value Realization Fund）于1997年11月1日成立以来，产生了约12%的年均回报。而这段时间，标准普尔500指数的回报率为10.6%。

为了向投资者解释他们的资金管理方法，两位经理于2006年底使用棒球运动的术语给投资者写了一封信——朱利斯的童年在布朗克斯渡过，是纽约杨基队的忠实球迷；弗里德曼在距离波士顿15英里之外的地方长大，并支持红袜队。他们引用乔治·威尔的《工作者》(*Men at Work*)一书，提醒投资者，“棒球需要持续不断地注意累积规则，就是说：通过162场比赛，1458次击球不断累积大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量的细节，来赢得胜利。与人们的生活一样，162 场比赛的赛季就是不断积累经验的过程。"这种不断补缺的工作方式就是弗里德曼和朱利斯在资金管理方面的哲学。他们宁愿选择在大多数情况下凭借一击或二击就击中垒位，而不是每次都在一开始时就冒着很大的三击未中而出局的风险打出漂亮的全垒打。"我们往往经营相对稳定、多样化特点突出的账目，在我看来，或许过于多样化了，但我们就是这样经营的。"弗里德曼说。2006 年年底，他们将投资额的约 2/3 投资于一系列的债务工具。他们很少使用借贷资金来增加回报。

多年在市场摸爬滚打累积的经验支持着他们对研究和公司分析的重视，他们对公司和行业有着如百科全书般的了解，并与华尔街、私营股票和收购公司建立了密切联系。多年来，他们努力构造的网络使其能够参与一些特殊情况下的借贷，这是许多其他对冲基金经理们没有发现的。2007 年年中，此类借贷业务在峡谷资产中所占比例不足 10%。然而，这些交易的特点——假如公司对常见的复杂财务问题制订了创造性的解决方案，假设私募股权公司可以快速地使用现金对其投资组合公司完成收购或债务重组——折射了峡谷如何能不时找到其他基金未必能找到的盈利点的方法。在峡谷公司中，此类借贷交易中的大部分都是通过投资银行来实现的，而这些投资银行通常也可从中分得一杯羹。"如今，在拥挤不堪的市场上，我们寻求这些投资机会，最终成为了许多投资机会的受益者，这些投资机会某种程度上是由精心挑选出来的合伙人共同享有的。"弗里德曼说道。

例如，2006 年，峡谷与高盛公司合作，为私募股权公司凯雷集团（Carlyle Group）和普罗维登斯股权合伙人公司（Providence Equity Partners）收购瑞典有线电视运营商 Com Hem 提供贷款。因为峡谷对该行业十分了解，能迅速进行分析，并确定这是一笔应追求的好交易。"这些业务需要一定的规模、特定的关系，一定数量的内在知识，以及关于做一名好合伙人需要具备的一定的智慧才能实现。"弗里德曼说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们与行业的关系可能颇具价值，弗里德曼和朱利斯从他们知道的事情中获得的利润，远比从他们知道的人物中获得的利润要多。他们都是深入研究的坚定支持者，他们寻求这样的情况：尽管公司股票或债券当前卖出的价格较低，但由于某些已宣告的事件，可能出现上涨。这些事件包括，可能公司即将被收购，或者它将重组其债务。由于弗里德曼和朱利斯早在成立峡谷之初就一直密切注意游戏、媒体、电信、能源和公共事业，以及金融服务行业，因此，他们反复不断地利用与公司及行业进行交易时学到的知识与积累的经验。“由于你多年从事证券交易，你必定对公司情况了如指掌，十分熟悉管理层的情况，而且还熟悉该公司竞争对手的管理层、客户、买家和供应商的情况等等。”弗里德曼说道，“我猜想，在投资业务中，年长者可能更有优势。”

为了对公司或行业形成全面的看法，峡谷有时雇用律师或顾问，或者甚至与私募股权公司或杠杆收购公司的管理层交流，他们通常持有比公司老板更为客观的观点。峡谷分析师和投资组合经理们在研究中着重考虑一些关键问题：公司是否具有持久发展力？它能产生多少现金流？是否具备竞争优势？其管理层是在创造还是在破坏价值？公司的资本价值是多少？增长率为多少？公司在业务中做出了多少努力？和已投资资本相比，回报怎样？

一旦回答了这些问题，峡谷的投资组合经理和分析师们将判断出最佳的头寸处理方式，要么通过股票、债券、银行债务来处理，要么将它们进行组合。例如，2006 年年末，私募股权公司阿波罗管理公司（Apollo Management）和 TPG 宣布他们将以 171 亿美元的价格收购世界上最大的赌场公司——哈拉斯娱乐公司（Harrah's Entertainment），当时，许多兼并套利投资者购买了那只股票，这些投资者通常交易那些正经历收购和兼并公司的股票。但峡谷的做法与他们相反，售出该公司股票，并买入了公司的可转换债券。这些债券也受益于正在上涨的股票价格，尽管由于将它们转换为股票的期权已贬值，以及迫在眉睫的现金接管，使得这些债券会受到一定影响。如果这一交易最终失败，债券价格将下跌，但不同于股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，现金接管的失败可能使期权的价值再次上涨。那样，结合来自利息付款的收入，将提供下行保护。

同样，峡谷买入了在加州运营的电力公司的债券，这些电力公司受到从 2000 年开始的金融问题的打击，当时零售价格突升，而包括太平洋煤气电力公司（PG&E Corporation）和爱迪生国际公司（Edison International）在内的最大的公共事业公司，都被禁止将更高的成本转嫁给消费者。在累计债务超过 110 亿美元之后，太平洋煤气电力公司和爱迪生国际公司的公共事业分公司申请进入破产程序。爱迪生公司通过大量借款而避开了破产保护。"资产负债表十分复杂。"弗里德曼说。管理问题和破产问题同样复杂。"类似于这些情况，要求进行密集型研究，而不是密集型交易，如果研究工作做得细致，将会产生高回报。"峡谷用长远眼光观察公司和行业的前景，并看到价值。"利用昂贵而难以复制的资源和适当的持久力，这些公共事业公司有机会为其股票提供可观的价值。"弗里德曼说。

随着这些公司的财务状况开始好转，他们步入了峡谷预测的轨道，峡谷将债券价格拉高，并最终售出它的头寸，将其转换为公司股票，但由于共同基金等传统买家还没有开始抢购股票，因此这些股票的价格仍然低迷。峡谷公司预测，通过出售其子公司、关闭一些机构、处理法律索赔并恢复管制秩序等措施，这些公司已经获得了自己的金融保护，因而其股票最终将吸引买家。

作为一名价值投资者，峡谷保护爱迪生公司等所谓的"危机"公司。即使那些公司最终不会申请破产保护，共同基金和其他买空基金的经理们也往往会在困难刚刚出现的时候抛空股票。2007 年一季度，峡谷持有量最大的两只股票是威廉姆斯公司（Williams Companies）和埃尔帕索公司（El Paso Corporation）的股票，这两家公司都是大量借贷的天然气管道公司。威廉姆斯公司是全美最大的天然气管道运营商，在本世纪初就利用贷款拓展其业务，进入光纤领域，这一举动导致评级机构在 2002 年将其债务评级降低为垃圾状态。埃尔帕索公司利用巨额贷款进入能源交易领域。"这些公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是寻求价值的好地方，因为他们在十分接近困难境地之后不受主流媒体关注了。"朱利斯说。在进行广泛研究之后，峡谷购买了两家公司的债务，此后，事实证明了这次投资是可以实现赢利的，它还购买了这些公司的股票，但其价格仍然没有体现出公司未来不断改善的前景。弗里德曼和朱利斯说，要想找到好的价值，就要在大量的证券中仔细寻找。

峡谷的另一次研究密集型投资发生在阿代尔菲亚传播公司上（Adelphia Communications Corporation），峡谷的此次投资使其从给该公司制作有线电视的公司那里以折扣价获得了施工留置权。2002年阿代尔菲亚申请破产，而两年后，其创始人约翰·里加斯及其儿子蒂莫西·里加斯被控合谋犯有证券诈骗和银行诈骗罪。朱利斯说，"我们对阿代尔菲亚公司进行了艰苦细致的研究，包括大量的基本面分析和对市场动态的敏感性研究：在长时间受保护的破产过程的不同阶段，究竟是谁正在向谁做什么？"

对阿代尔菲亚传播公司的研究，还加深了峡谷的分析师们对时代华纳公司的了解，而时代华纳最终购买了阿代尔菲亚的部分有线电视资产。"我们能够利用对时代华纳和阿代尔菲亚公司的深入洞察，在当时的情形下和有线电视领域的其他条件下做出投资决策。作为投资者，你希望能够再次重复利用你的知识。"朱利斯说。

多年来，峡谷公司一直保持成功。该公司仅在1998年出现了亏损，当时，它的旗舰基金损失了约15.75%的资产。当年8月，俄罗斯将其货币贬值，并拒绝履行其还债义务，导致基金大跌。峡谷一直在新兴市场债务中投资，并在1998年之前的数年里保持盈利。弗里德曼和朱利斯认为，他们也可以利用分析公司债务的同样方式来分析国家债务。毕竟，在20世纪90年代早期，市场的流动性相对较大，新兴国家的政府变得在金融方面越来越负责任，且债务的盟约也日益标准化。

亏损之后，接下来该怎样操作这个决定是很容易就能做出的："我们清楚地发现，我们在那一领域真的不具备竞争优势。"弗里德曼说。他和朱利斯售出了投资组合中的全部新兴市场债务，即使他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们知道，抛售的是处于底部的债券。尽管当年出现亏损，他们仍决定为公司的研究人员发放高额奖金，以确保员工不会跳槽。“那不是研究人员的过错，他们干得很好。”弗里德曼说。

而朱利斯则微笑着回忆到，并不是所有人都觉得峡谷处理得当。他的母亲就对此耿耿于怀。朱利斯的外祖父来自俄罗斯和波兰边境处的比亚韦斯托克，两国曾在该地展开激烈竞争。他母亲对儿子的债券下跌毫不同情，说：“你怎么能把钱给那些人呢？你不记得他们是如何对你外公的吗？”

在类似于 1998 年 8 月的危机状态下，几乎所有的市场都随之起伏波动，这无疑也是长期资本管理公司获得的教训，当年，在俄罗斯宣布不履行还债义务后，该公司的资金亏损超过了 92%。弗里德曼和朱利斯注意到这种联系，并从中吸取了教训：在你具备竞争优势的领域坚持，并且意识到，在市场彻底崩溃后，投资组合中的各种各样的头寸可能会相互影响，相互联系，这是无人可以预知的。那些教训，使得两人在怀疑市场可能会下滑的时候对其投资组合进行了对冲避险。

当我在 2007 年与弗里德曼和朱利斯交谈时，信贷息差——最安全债券与最危险债券之间收益的差别——与历史标准相比十分小，而股票市场达到了接近 2000 点的高位。他们对债券和股票可能会遇到的冲击做好了准备。例如，他们买入了标准普尔 500 指数和罗素 2000 指数的看跌期权，如果股票市场直线下跌，看跌期权将使他们获得收益。他们还购买了针对高收益和投资级债券的指数，以及次优抵押信贷指数的信用违约互换（credit -default swamps），并买入了为信用评级差的国内买家提供的、涉及次优抵押贷款的抵押义务的保护。信用违约互换用于推测公司偿还债务的能力，随着公司前景的恶化，它们的价值会提升。如果指数暴跌且信贷息差扩大，看跌期权和信用违约互换都会使购买者盈利。弗里德曼和朱利斯还投资于一些公司投资级债务的大量信用违约互换，包括第一资讯（First Data）和陶氏化学公司（Dow Chemical）。在收购公司 KKR 宣布它将收购全球最大的信用卡付款处理机之后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一资讯的头寸在2007年4月实现盈利，而由于收购公司将承担更多债务，因此信用违约互换升值。2007年，弗里德曼和朱利斯还持有平均期限约为3年的债券。当信贷息差与2003年一样扩大时，他们持有了期限更长的债券，而对冲避险则更小。他们对投资组合头寸的处理和对冲避险发挥了作用。2007年夏天，股市大跌，信贷息差扩大，他们的旗舰基金在7月1日和8月24日这段时间亏损了将近2%。但它能够很好地利用市场提供的机遇，包括以折扣价买入高质量的银行债务和新兴公司的股票等，这些新兴公司是峡谷认为交易最终失败的风险被市场高估的公司。

1998年遭遇的困境，还使弗里德曼和朱利斯在万一出现重大金融危机时采取行动来保护公司本身。他们开始建立一家提供债务抵押债券(CDO)和贷款抵押债券(CLO)的辅助公司，在该公司中，他们将债券及贷款捆绑在一起，创造一些新的证券。“我们确信，打造公司和投资组合的持久力很重要，因此，我们推出了新产品，它们自有其存在的理由，并能使公司保持稳定。”朱利斯说。峡谷公司目前管理着价值约250亿的债务抵押债券和贷款抵押债券，它们的效益一直处于封顶的5%。公司还监管着在房地产业价值150亿美元的投资。

新公司的成立，有助于对冲基金按弗里德曼和朱利斯期望的方式运营。每个CDO或CLO投资组合包含约100个头寸，这要求分析师们收集更多公司的大量资料。创造这些工具还使峡谷成为投资银行更为宝贵的客户，正是这些投资银行为其提供贷款和债券。与投资银行的互动使峡谷的对冲基金获得更多交易。

朱利斯和弗里德曼重视持久力，这反映在他们管理资金和经营对冲基金公司的方法上。与那些将投资者的资金锁闭2~3年的其他公司不同，峡谷使其客户在每季度都可以从离岸基金中撤出资金，而美国国内投资者也可以每隔一年从大基金中撤出资金。他们希望客户提出要求时能够自由撤出其资金。“我们对资产与债务的平衡密切关注。”方法是平衡投资组合中的长期头寸和短期头寸，弗里德曼说。为支持那种平衡，基金通常不使用杠杆借贷，同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，其资产的约 1/3 投资于流动的普通股，超过 1/4 投资于非常易于交易的银行债务。

对公司前景的考虑也影响着朱利斯和弗里德曼对求职者的雇用。他们寻找能够充分综合各种信息，聪明且勤奋的人。“我关注人们的天赋，但我也可能只关注他们的职业道德和精神气质。”弗里德曼说，“如果你头脑聪明，固然可以赚到钱，但如果你比其他人更注重与他人的沟通，你比那些聪明人赚的钱要多得多。”无论如何，一旦电话打出，分析师必须能够将获得的信息归总为本质的因素，并解释他们与市场其他人对事情理解的不同之处。“沃伦·巴菲特就是因其超强的投资智慧和能够以清楚、直接及诚实的方式与他人沟通而闻名于世。那是我们应该追求的目标。”弗里德曼说。

弗里德曼和朱利斯还寻求具备高情商的求职者——一位分析师或投资组合经理是否能够与其他公司的投资者、华尔街经纪人和公司管理团队进行有效的互动，以及在圆桌会议上，他们是否善于观察他人等。“每天下班后，你都在进行一场关于概率的比赛，其中，对人的判断是重要的。”弗里德曼说。

峡谷的投资专业人员都不同程度地具备这些技能，而且每个人都在发挥自己的长处。“有些人整天打电话，其他人整天阅读报刊杂志，然后与顾问和行业参考者交换意见。”弗里德曼说。

不管他们最终怎样花费大部分时间，但他们能够洞察出有利于创造较好收益的大趋势。“我们曾经启用的一些表现最佳的人，不一定是走捷径来到华尔街的。”弗里德曼说，“我想，直接进入大学就主修商学，并直接进入交易界的人，通常缺乏必要的判断力、成熟和智力上的好奇心。有时候，那些知识面更广的人最终会成为杰出的投资者，他们具有远见卓识，而且有一个价值体系来完美地强化那种远见。”

弗里德曼和朱利斯曾花大量时间来建立他们的公司。朱利斯喜欢说，在峡谷，他们都管理资金，同时管理着负责管理资金的公司。为实现那种目标，他们建立了庞大的后台支持系统，超过一半的公司专业人员致力于运营一套非常复杂的体系，并进行风险控制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了弗里德曼和朱利斯，峡谷还有4位投资组合经理。其中3位负责行业覆盖，包括媒体、电信、零售、医疗保健、航空公司、能源与公共事业以及金融机构等。1位专门负责可转换债券。30多位分析师为参谋人员中的高级成员服务。只要投资组合经理及其团队已经充分考虑了投资点子，朱利斯和弗里德曼负责对所有可能的头寸进行讨论。

弗里德曼倾向于与杠杆收购公司、私募股权公司和华尔街的公司建立紧密的关系。他更注重峡谷可能涉足的任何私营业务，并将精力花在解决公司和客户的问题上。朱利斯往往与一流的共同基金经理们保持联系，他更关注学术界的动向，以便在投资和投资组合管理上应用最新的理论。朱利斯还为公司的投资专业人员在法务会计等领域开辟了培训课程，他也是研究过程的幕后推动者。“朱利斯给我们的分析师提出无穷无尽的问题，迫使他们采用规范的建模技术和理性的方法来进行严谨且全面的评估。”弗里德曼说。在投资方面，朱利斯对传统价值投资——找出在现金流和其他金融标准上被低估的公司交易——和复杂的财务重组更感兴趣。

他们的教育背景和工作经验说明了为何他们今天在峡谷中担任如此多的重要角色。弗里德曼在哈佛大学获得物理学专业的本科学历后，凭借马歇尔奖学金，进入牛津大学深造，后又回到哈佛获取了更高的学位。弗里德曼的父亲早年丧父，二战结束之后未能重返大学，他总是不断鼓励弗里德曼在哈佛获得“帽子戏法”。他父亲说，他最成功的堂兄弟走的就是这样的路线。尽管父亲建议弗里德曼攻读法学，但他以更鲜明的方式提出建议，劝他不要从事律师这一行业，并永远不要为令人生厌的人工作，弗里德曼说。

朱利斯作为一名本科生进入普林斯顿大学就读，随后转向哈佛大学，并于1981年毕业。他的第一份工作是在沃切尔—利普顿—罗森—卡茨法律事务所担任债权人权利律师。他还为包括《洛杉矶》(*Los Angeles*)杂志在内的一些报刊杂志撰写文章，讨论演员们如何创新地使用破产法，其中包括喜剧演员杰里·刘易斯。1983

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，朱利斯获得了到德崇证券工作的机会，就职于该公司的危机投资领域。弗里德曼比朱利斯晚一年从哈佛毕业，他加入了高盛公司的兼并与收购小组，并一直工作到1984年，当朱利斯告诉弗里德曼德崇证券有一个担任公司财务部门与高收益债券部门之间联络人的工作时，弗里德曼才离开高盛公司。

起初，弗里德曼不敢想象会离开诸如高盛公司这样的一流投资银行，但当他来到洛杉矶参观时，他发现德崇证券具备产生金融创造力的良好环境。迈克尔·米尔肯帮助推动了20世纪80年代兼并与收购业务的大繁荣，通过对垃圾债券进行融资，这一繁荣期至少持续到1989年市场大崩溃之时。“对我来说，很难想象有更好的地方学习业务。”弗里德曼说道。

“迈克尔与那些睿智的企业家关系非常好，他通过仔细倾听和有创造性地做出回应而提升价值。”弗里德曼说。在从事自己的业务时，朱利斯和弗里德曼还找到了成为一名最成功的公司合伙人的最好的，也是最明智的方法。“我们总是发现，你能够做的最佳交易是与那些关系很好的人一起做的，他们也是具有非凡智力和对资本市场十分敏感的人。如果我们能够通过为他们创造性地解决问题而增加价值，我们就能够在调整风险的基础上创造极好的投资回报。”

朱利斯赞同米尔肯的才能在于其建立了智者网络，米尔肯至今仍通过研究所的年度会议来推行这一方法。“他不断把人们召集起来——诺贝尔奖获得者、企业界人士、科学家，不论什么人——一起讨论全球大事。他主要把金融作为了解全球趋势的窗口，并从中找出能够努力做出成就的切入点。”

德崇证券破产时，朱利斯和弗里德曼感到无所适从。他们并不清楚今后的方向，但可以确定的是他们希望自己开公司，于是，他们在1990年与当时已离开德崇证券的另一名高管，克里斯·埃文森一同创办了峡谷公司。首先，他们提供许多不同的投资银行业务和资产管理服务，包括为个人经营受管理的不良债权账户，为一些客户提供破产和重组的咨询业务，这些客户包括新闻集团

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(News Corporation)和美国当时最大的珠宝零售商扎莱公司(Zale Corporation)。由于很快意识到经营一家小型的咨询公司并非是最具吸引力的选择,他们最终决定从事资金管理。

他们的公司一直都很成功,尽管朱利斯和弗里德曼笑道,弗里德曼现在的财富可能和他继续留在高盛公司的收入一样，因为1999年高盛公司通过其首次公开募股(IPO),为每位合伙人赚取了6,360万美元,而作为高管的弗里德曼可以获得比该数字的3倍还要多的薪水。两人向我讲述了弗里德曼的一位来自高盛公司的朋友——也是峡谷的投资者——的故事，他喜欢就弗里德曼从西海岸撤离的事开玩笑:“乔希认为他可以赚大笔的钱，而我们忘了告诉他首次公开募股的事。”朱利斯则火上浇油似地说:“那件事使我感到无比愧疚,因为是我把他拉过来的。”他以幽默的口吻说。不过,当说到峡谷之所以生存发展,是因为他们两人坚固的友谊时,他显然是认真的。“我们的性格有许多相似之处,但同时又有显著差别,正是这样,才使我们的友谊能够长久保持,”他说,“公司的生存确实依赖于我们的友谊。我们努力在全公司采用制衡及互补的方法,并使它们共同发挥作用。我们努力强调人们相互合作并求同存异。”他说,那种气氛可以培育创造力,并使人们不会对无法预料的事件一无所知。

或许对团队工作的尊重正是他们与另外两人一同将个人的资产进行投资的原因,另两人就是:杰弗里·斯卡特和波顿·温斯顿(参见第11章)，他们经营着于2004年在纽约成立的对冲基金公司——雪松景资本管理公司(Cedarview Capital Management)。“我认为波顿是一名卓越的投资组合经理和分析师，而杰弗里是伟大的战略思考者和交易专家”,朱利斯如此评价道。“他们才刚刚起步,就获得了良好的回报，他们精明地使用杠杆借贷来获取公司的固定收入。而且,他们对自己的投资组合努力进行交叉分析,并控制风险。”

朱利斯和弗里德曼如此熟悉斯卡特和温斯顿的业务并不足为奇,因为他们都曾在高收益的债券市场打拼了十多年。“他们的关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系很好，”弗里德曼说，“他们花大量的时间和精力来关注交易流向，并注意什么人正在向谁做什么，同时对其中的蛛丝马迹理解十分透彻。他们有一个很好的交流窗口。”

这些也是朱利斯和弗里德曼在自己的公司中十分重视的事情：透彻地了解市场，并深入洞察到来的机会，这些是其他投资者可能不具备的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章 CHAPTER 11

杰弗里·斯卡特和波顿·温斯顿：不遗余力

一个不同寻常的人鼓励杰弗里·斯卡特最终离开他在华尔街安稳的工作，转而与他的合伙人波顿·温斯顿一同成立了名叫雪松景的资本管理公司。这个人就是说唱乐歌手LL·酷·J。

人们不会想到，现年42岁的斯卡特在少年时代曾是一个平均得分为B的淘气男孩。他体型瘦小，头发微红，与妻子和6个孩子居住在新泽西市郊。他以前从未听说过传说中的说唱乐歌手，直到2003年7月的一天，在飞机上与LL·酷·J不期而遇，一切发生了改变，当时，他和温斯顿正为是否成立自己的对冲基金而苦恼。

刚参加完父亲70大寿的斯卡特当时正坐在头等舱，从洛杉矶返回新泽西。出于礼貌，斯卡特向邻座的一位英俊且有着运动员体型的黑人介绍了自己。对方穿着一件白色T恤和篮球运动短裤，他对温斯顿说，自己名叫托德·史密斯，在音乐界工作，以LL·酷·J的名字出了唱片。

“噢，那是你乐队的名字吗？”斯卡特问道。

显然，斯卡特对hip-hop音乐不感兴趣，但LL却十分熟悉斯卡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特的债券界术语。“我只投资于信用评级为AAA的市政债券。我关注期限，并不容易产生收益。”他告诉斯卡特。在飞行途中，他们发现两人都正在读同一本书，拿破仑·希尔所著的《思考致富》(*Think and Grow Rich*)，那是1937年出版的经典作品，作者根据对亨利·福特、托马斯·爱迪生和查尔斯·斯瓦布等名人的访谈，列举了成功的13个步骤。即将分手时，LL从他的背包中取出一本由本杰明·格雷厄姆和大卫·陶德合著的《证券分析》(*Security Analysis*)，这是价值投资领域的圣经。

两人交换了名片，几个星期后，斯卡特打电话给那位刚刚结识的说唱艺术家，说自己和温斯顿想请他共进晚餐。LL提议在曼哈顿市中心别致的犹太餐馆BoxTree见面。

尽管他们四人(LL带来了他的助手)坐在一个安静的角落，但当他们谈论到对冲基金和慈善事业等多个话题时，还是引起了旁人的注意。这是可以理解的。“两个犹太人长相的人与两个说唱乐歌手坐在一起。”斯卡特说。这种场景足够引起邻桌一位绅士的注意，他就是未来经理的熟人和一个富有家族的成员，他在对冲基金中的投资超过10亿美元。这位绅士后来成为雪松景资本管理公司的第一位投资者，如今已是该公司最大的客户之一。

斯卡特觉得LL的决心令人鼓舞。尽管成功机会渺茫，这位说唱乐歌手仍然在努力成为一名巨星。少年时期，他在纽约的奎恩长大，亲眼目睹了他父亲被人枪杀，母亲和祖父也身受重伤。后来，母亲的男朋友虐待他。尽管如此，他在17岁时就开始制作自己的首张CD，《Radio》。该唱片在第二年成为白金唱片，自此之后，他发行了自己的轰动唱片，之后又成为演员，甚至成立了自己的服装系列品牌。“他总是那样执着。”斯卡特说道。他为能够遇到并结识这位明星感到高兴，尤其是一位来自一个完全陌生的世界的明星。

温斯顿也有同感：“我记得曾告诉杰弗里：如果你能够请LL·酷·J出来吃晚饭，我们就可以共同筹集到大量资金。”他们做到了。第二年，温斯顿和斯卡特全力组建他们的公司，并于2004年8月正式开始营业，启动资本为5,000万美元。到2007年7月，他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理着约 6 亿美元的资金。雪松景资本管理公司在广告中把自己宣传为一家信贷基金，主要投资于银行债务、垃圾债券、危机股票和债券。两位经理将基金的目标定位于每年产生 10%~13%的稳定回报，这不包括 1.5%的管理费和 20%的收益费。

现年 44 岁的温斯顿比斯卡特高一些，头发乌黑。他们说他们的优势来自于从基金成立之日起就形成的一些投资方法。他们从不犹豫不决。两人雇用了一名指导，帮助他们处理公司和交易的问题。他们还开发了两个交互式的数据库：一个用于跟踪投资点子，另一个用于记录研究结果。每位员工——包括 4 位分析师和 1 位交易员——根据他们每周末阅读报刊杂志的心得体会，撰写题为《本周思考》(*Thoughts of the Week*）的报告。斯卡特和温斯顿两位合伙人则每周五会面一次，分析他们在过去 5 天内做出的投资决策，评论任何错误的做法，避免再犯。“我们对任何事情都不会想当然，”斯卡特说，“这正是这一行业疯狂的特点。我们知道，一切都可能在数月之内烟消云散。我们正在创造一些有效的体系，没有经验可以借鉴，我们在自己摸索。公司内存在许多方面的制衡。”

令人失望的 2005 年过去之后，两人开发了许多投资方法。2005 年是他们运营的第一个整年，当时雪松景资本管理公司全年上涨 8%。尽管这一结果比高收益对冲基金的平均收益要好，但还没有达到他们的目标。他们总结出了三个问题：止损操作不够迅速、过早获利离场，以及没有抓住机会。

斯卡特有着过目不忘的惊人记忆力，能够迅速回忆起日期和细节，他列举了当年一个反映他们存在这些问题的例子。2005 年 5 月 4 日，公司债券大幅下跌，出售直接营销服务的 Vertis 也不例外。斯卡特和温斯顿对这家公司十分了解。年初时，他们以 106 的价格买入该公司债券，但在他们最终决定止损操作时，直线下跌到 80。Vertis 的债券以 57 的价格交易的那天，两人都知道确实很低了。但已经被 Vertis 投资弄得焦头烂额的他们变得缩手缩脚，没有做出回购的决定。最终，债券如预料的那样大幅反弹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

止损。有了这次失望的经历，斯卡特和温斯顿坐在会议室内——在一个星期之内，每天两个小时——想出了避免再犯那种错误的办法。首先，他们制定了止损点——如果证券跌至那一水平（或者在做空时，价格上涨至该水平），将自动售出该债券的价格点。多数对冲基金经理都避免使用止损，他们认为，多数时候，这些触发点迫使他们在某一确定时刻离场，但此时他们应当继续持有头寸。尽管这样，斯卡特和温斯顿发现，这些安全网一直是保持他们产生稳定回报的关键。

两人决定不允许任何一个头寸遭受超过 20 个基准点的损失。牢记那一界限，他们根据许多因素来设定止损点，这些因素包括证券的潜在风险及价格的历史走势。例如，一只银行贷款可能比不良债权的止损点更严格，因为前者是一种相对安全的投资，价格不会大幅震荡。同样，如果某只债券通常在一定的价格范围内交易，而它突然大跌，就是一个坏消息。一旦达到止损点，它们的价格不会再跌。但是，如果股票或债券重新反弹，他们将根据是否继续留在场内而重新评估头寸，并提高止损点。

这些限制的存在帮助斯卡特和温斯顿在价格和情况发生变化时选择进场还是离场。举例来说，MedQuest 是一家为 CAT 扫描、乳房 X 线照片和其他医学诊断方法制造成像设备的公司。2006 年初，美国立法机构专门立法设置检验方法类医疗保险的支付上限，之后，MedQuest 的债券价格一度从 96 跌至 90，达到了斯卡特和温斯顿的止损点。雪松景在 90 时售出了持有的 MedQuest 公司债券。后来又跌至 70 多，但此时斯卡特和温斯顿重新买入。债券上升几个点后，他们又售出。两人一致承认，没有这些止损点，他们可能不会在 90 的时候售出，而随着债券的直线下跌，可能出现大量亏损。如果不权衡那些损失，他们可能没有勇气在低点重新买入。“在债券下跌过程中没有背上持有它们的心理包袱，更易于作出回购决策，”温斯顿说，“这为我们提供了新颖的看法。”

止损法还防止他们在盈利的时候过早离场。2006 年，温斯顿和斯卡特曾买入一家货运航空公司，常青国际航空公司（Evergreen

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

International Aviation)的优先担保债券，当时债券的交易价格为83，他们将止损点设为80。后来，债券反弹至91，此时两人将止损点提高到89，并将头寸规模从2%增加至3.5%，期望管理层将债券投标，这样他们就能够在限制较小的情况下再筹措资金。常青国际航空公司在108时回购了债券。“止损使我们继续留在场中，并让我们增加了头寸。”温斯顿说。

刚刚起步时，除非两人都同意，否则斯卡特和温斯顿不会将某个头寸吸入投资组合中。如今，如果他们中的一人喜欢某项交易，就可以操作。由于知道止损能够将损失最小化，因此他们都感到宽心。“我们将损失赚回来，盈利时则继续盈利，丢掉了恐惧，并敢于赌。这一方法使我们摆脱了心理包袱。”斯卡特说道，“有句格言说，‘在盈利时你不会亏损。’我们不这样认为。我们认为，‘你损失了盈利的机会。’”

不循常规。斯卡特和温斯顿说，2005年他们犯错的部分原因是在大的价格变化之前没有将赚钱点子引入投资组合中。他们开始加强与分析师的沟通，并建立两个交互式数据库，希望借助它们解释这些问题。第一个数据库主要记录投资想法，其中，他们输入了每一个交易点子。这些记录要详细记载投资的根本原因、其潜在风险、对冲避险的方法，以及对交易量的估计。这一记录还使两位经理和他们的4位分析师能够了解完成了哪些研究，哪些仍未完成，是否正在召集其他投资者、借款人、法律专家，或公司高管，或在其他地方挖掘更多信息。某些主意可能在记录中保留3~4个月。温斯顿和斯卡特每周二和周四与分析师们会面，讨论这些正在进行的工作。

第二个数据跟踪系统是一个谈话记录，记载谁与何人讨论过哪只证券。每次，其投资人员只要在数据库中录入注释，立即有一封电子邮件发送到所有相关方，通知新信息已到达。谈话记录使分析师和投资组合经理们能够建立海量的联系表，并且每个季度跟踪观察公司管理人员的评论，以确保他们的信息前后一致。

这一记录避免了投资组合经理和分析师们进行不必要的重复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低,10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劳动。一次,一家为燃油发动机制造燃油喷射泵的公司——思达耐(Stanadyne)公司的债券从50涨至60出头,合伙人考虑是否离场。斯卡特打开谈话记录,回顾曾与卖方的一位分析师的谈话,当时,那位分析师认为债券将涨得更高,并向他指出了令人信服的理由。看完这一记录后,他们决定继续留场。债券涨至0.82美元兑换1美元。如果没有那份谈话记录,斯卡特可能要花上一定时间仔细查看那些注释,并费劲地回忆到底是谁说了什么,或许还必须再一次召集分析师讨论。

起初,维护这些记录看上去是一项艰巨而繁重的任务,但两人都说,由于明白补救措施很必要,所以每个人都遵守那一工作程序。

生成点子。斯卡特和温斯顿还坚信准备工作有其必要性。周末时,他们的投资人员必须阅读《巴伦周刊》(*Barron's*)、《金融时报》(*Financial Times*)及《华尔街日报》(*Wall Street Journal*)的周末版。同时被指定阅读的还有来自经纪公司和其他公司的各种周报。每个人根据读后感提出交易点子,不管是关于将一些交易所买卖的新基金用于对冲避险,还是针对某家公司的买入或卖空。

他们在读报时,还要牢记公司的标语WECBA("还可能有哪些其他方面会产生影响"的缩写):如果发生与2007年4月伊朗扣押15名英国海军人员类似的事件,会有什么影响?那类事件将怎样影响基金的持仓?斯卡特和温斯顿甚至用墨水对WECBA作了标记,而且规定每人上都必须在他们的笔记本上做出类似标记,以示与其他记录的区别。公司规定,如果不执行这一规定,将罚款5美元。

两位合伙人在周一早晨讨论每周的投资点子,并在周一下午仔细检查止损。在导师的提议下,将周五设为批评错误决策的日子,导师还建议,每周的工作不应因为讨论所犯错误而中断。"因此,周五早晨我们讨论所有问题,然后继续各自的工作。"斯卡特说。他们保留这些会议记录,每周审阅一年前讨论的问题,以确保不会再犯同样的错误。"我们坚持不懈地纠正所犯的错误,"斯卡特说,"我们将继续努力工作,并提高自已,尽可能使工作接近完美。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们不会自鸣得意。”

这些工作起了作用。2006年，基金上涨了17.3%，而在2007年6月，再次上涨9%。7月的第二个星期刚一开始，坏消息接踵而至，沉重打击了信贷市场。评级机构降低了由次优级抵押贷款支持债券的信用评级。克莱斯勒汽车宣布被迫提高其60亿美元贷款的原定利率，它正在寻求其财务部门的帮助，而与收购公司科伯格—克拉维斯—罗伯特公司（Kohlberg Kravis Roberts & Company）合作的银行推迟了对收购英国药品企业联合博姿（Alliance Boots）这一项目进行资金供给的最终期限，该企业是欧洲最大的杠杆收购公司。2007年7月的最后几天里，随着信贷息差的扩大，基金亏损了3%。2007年8月，雪松景投资组合中占10%的股票也在量子基金大跌之后猛跌，亏损仍在继续，这些股票的买入卖出决策都是使用计算机模型做出的。于是，雪松景抛售了股票，以达到保证金追回的标准。当时雪松景正做空CDX高收益指数和优先有担保贷款的信用违约互换指数——LCDX。但它们出现了反弹。到8月24日，该基金上涨了3%。“我们学会了应该将某些利润带出场，同时，我们应当对坏消息做出更快的反应。”斯卡特说。

勇敢面对最初犯下的错误，并以10%的指数使资产递增，标志着斯卡特和温斯顿已异军突起，尤其是考虑到该基金在早些年遇到的潜在阻碍：斯卡特和温斯顿相识时间不长，他们从未共事过，而且斯卡特从未管理过资金。

斯卡特和温斯顿首次相遇在2001年。当时温斯顿是陶布（Taub）家族投资公司Aviary资本公司的投资组合经理，利用自动数据处理程序来赚取利润，这是亨利·陶布和如今已是新泽西州民主党参议员的弗兰克·劳腾伯格于1949年组建的薪酬处理公司。温斯顿曾是斯卡特的客户，而后者当时是Samco资本市场的机构推销员。

从叶史瓦大学毕业后，温斯顿的第一份工作是会计。由于对注册会计师（CPA）的工作并不满意，他报考了纽约大学的商学院，作为其转向金融业的第一步。他在高收益和不良债权投资领域工作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了 10 年，包括在提斯家族——洛兹公司的控股方——工作了 7 年，在以斯拉·莫肯的加百利资本集团（Gabriel Capital Group）工作近两年，之后，他于 2000 年进入陶布家族的公司，计划建立一项 3 年的工作记录，然后在该家族的支持下成立一家资金管理公司。

斯卡特的金融生涯更为曲折。在位于伯克利的加州大学法学院毕业后，他来到以色列，潜心钻研了几年犹太法典，与莫里斯·史密斯一样进入犹太人高等学校学习。在前往以色列之前，史密斯接替已退休的彼得·林奇，经营当时业内最大的共同基金——麦哲伦基金（Magellan Fund），该基金属于富达投资集团。

1995 年，斯卡特进入经纪公司杰弗里斯公司（Jefferies & Company），成为了一名推销员，随后，他在各种公司里继续担任高收益债务的机构推销员达 9 年之久。他总是梦想拥有一家基金公司。2002 年，他与温斯顿谈到要创办一家公司。“我当时处于卖方，而且我觉得，好像与我可以做的相比，这没增加什么价值。”斯卡特说。

刚刚步入不惑之年的温斯顿感觉时机适当。“我想，如果现在不做，以后再也没机会做了。斯卡特帮我实现了梦想。”

如今，创办一家大型对冲基金很大程度上依赖于其所服务过的基金。分析师或投资组合经理来自于诸如 SAC 资本合伙人或 Tudor 公司之类的大型对冲基金，或者来自于高盛公司之类的投资银行，可望以 10 亿美元或更多的资金作为启动资本。大部分其他的准经理努力寻找新成立的基金。

当陶布家族出于保密原因不想成立公司时，斯卡特和温斯顿开始从家人和朋友那里缓慢地筹集资金。尽管无论是斯卡特还是温斯顿，都没有显赫的职位，但他们确实都各有一套。温斯顿从他为陶布家族的投资管理中获得了 3 年的经验，而这也是一份体面的工作。在 2001 年和 2002 年这举步维艰的两年里，虽然高收益对冲基金的年均回报仅为 5%，但他的投资组合增长了 8%。

两位合伙人从亲朋那里筹得 1,500 万美元，但那还不够。他们至少需要 5,000 万美元的启动资金，来支付管理费用、员工工资，并满足他们个人收入的需要，他们个人的开支相当大，因为温斯顿有 5 个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

孩子，斯卡特的第六个孩子也即将出世。他们开始寻找种子公司。

大约从 2003 年开始，对冲基金的种子公司，或者称为孵化器，如雨后春笋般涌现，主要原因有两个：更多交易商希望成立对冲基金，而更多机构投资者希望投资于这些对冲基金。遗憾的是，养老基金和其他机构不可能投资于一家新成立的对冲基金，除非其创始人是一位曾在高盛公司工作过的交易明星，或者是哈佛大学捐赠基金的前任主管。机构投资者希望对方有 3 年的工作经验，并通常要求有坚实的基础，包括总顾问和强大的后台支持系统。最大的交易方包括 Z 资本公司（CapitalZ）、人类全球策略（Man Global Strategies）、黑石集团（Blackstone Group）和大多数华尔街投资银行。甚至包括斯托特投资集团（Citadel Investment）等在内的多策略对冲基金也想加入竞争。资本的竞争如此激烈，使得在蓝筹股对冲基金中工作的年轻交易商们在正式辞去现职工作之前就开始与种子公司进行 3~5 年的谈判。

斯卡特和温斯顿与多家孵化器进行了接触，其中，Z 资本公司对此表现出兴趣，该公司一直由约 12 位对冲基金经理，管理着 110 亿美元的资产。Z 资本公司在管理公司中持有少量股份，而随着基金资产的递增，股份日益减少。它还担保在 3 年之内不会撤资，并支付全额管理费。在对温斯顿的业绩和两位合伙人的资料进行广泛且详细的调查后，Z 资本公司同意为雪松景提供启动资本。“他们极大地提高了我们的可信度”，斯卡特说。“他们为许多总值达 10 亿美元的对冲基金提供了启动资本。”

Z 资本公司提供了 3,500 万资金，加上已经筹集的 1,500 万，2004 年 8 月，也就是斯卡特偶遇 LL·酷·J 一年后，雪松景开始运营。为有利于新公司的运营，斯卡特和温斯顿广泛接触业内其他公司。温斯顿以前所有的雇主都是投资者，富达投资集团的前任经理莫里斯·史密斯也不例外，此外还包括某些大型高收益和不良债权对冲基金的负责人，例如峡谷合伙公司的经理米奇·朱利斯和乔希·弗里德曼、以及金树资产管理公司（Golden Tree Asset Management）的主席利昂·瓦格纳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于意识到新公司存在的缺陷，他们两人采用了一些预防措施。首先，他们雇用了一名导师，帮助他们了解自身的优势与劣势——而且相互了解对方。该导师帮助他们相互沟通，并为他们提供交易心理方面的帮助——鼓起勇气投下巨额赌注，或者在决策失误时谦虚地削减头寸。“我们发现太多的合伙人最终分道扬镳，因为他们不会及早处理出现的问题。我们建立了一家公司，拥有了资产，我们必须保护它，”斯卡特说道，“每个人都需要导师。”全力以赴投入到资产管理业务中的温斯顿，每周花一小时时间与导师沟通。斯卡特将自己30%的时间用于营销和管理，另外70%用于投资，他每隔一周就与导师会面一次。目前，两人的合伙关系已保持数年，而且买入和售出的决策过程显得更轻松，温斯顿与导师的交谈聚焦于怎样才能与分析师合作并培养分析师，以使他可以腾出更多时间思考如何实现收益。

随着时间的推移，他们各自都必须解决许多不同的问题。斯卡特说，他最大的障碍是学习减少损失。“对我而言，最大的挑战是正确定位自我，因为那是我的业绩，而且出于对斯卡特的睿智的尊重，我已经开始那样做了。”温斯顿说，事实上斯卡特令他确认，市场上50%的股票走势与技术有关，另外50%与基本面有关，这是他最初感到疯狂的一个提议。技术因素包括任何可能临时改变注入或撤出某只特定证券的资金数量的各种因素，要么涉及某家证券公司单一债券发行的规模，要么涉及某些公司即将报告利润——往往这时，许多经理会在一旁观望，等待新的消息。

斯卡特还曾促使温斯顿扩大头寸规模。“与我相比，错过机会可能给他带来更大的烦恼，”温斯顿说，“斯卡特是对的。”温斯顿买入的第一只股票，卡车租赁公司U-Haul国际，从25涨至100。但遗憾的是，他们仅持有5,000股。

最后，他们制订了补充指南，以确保他们的赌注足够大，能够在投资组合中产生实质性的影响，同时还引入了其他规则，以保证风险的可控性。例如，一个股票头寸必须至少占投资组合的一半，他们还希望每一个债券头寸处于其资产2%~4%的范围内。他们使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用借贷资金，但从未超出其资产的 4 倍，而且他们贷款的数额与该证券的风险成反比，意味着他们可能在赌银行货款时使用更多贷款，而在不良债权中少用贷款。他们坚持做空，就是说，在投资组合中，有些股票或债券是他们希望下跌的。平均起来，他们的投资组合一直为 110%的净多头。

由于斯卡特和温斯顿重点关注单个公司，因此，他们使用多种手段来防止受到宏观经济事件的影响——战争、房地产市场的崩溃等等——这些事件可能导致信贷息差（国库券和风险更大的债券之间的利息差）扩大。在市场动荡时期，他们可能买入衡量市场稳定性的 VIX 指数的看涨期权，作为一种在股票价格大幅波动时的盈利手段，在不确定的市场里也一样。或者，他们可能做空一只新兴市场的交易所交易基金——指数基金的一种——因为当投资开始规避风险时，他们往往售出新兴市场股票。这些对冲避险方法在 7 月和 8 月发挥了作用，尽管他们过早地放弃了不稳定的交易，并希望他们曾做空更多的新兴市场交易所交易基金。

规则和方法提供了一定程度的保护，但如果没有明智的人来操作，它们将一文不值。处于成长期的公司，最大的风险之一就是找到人才。斯卡特和温斯顿也曾苦苦寻觅。他们要求每一位求职者提交一份手写稿，并对他们进行所谓的“树测试”，即要求求职者画一棵树。然后由他们的导师，也是一名笔相家，分析测试结果。测试洞察了求职者的个性、诚信、智力和求职动机，并确保求职者能融入雪松景的团队合作文化中。“这种测试的精确程度令人感到可怕。”温斯顿说。

2007 年 5 月，为确保公司的平稳发展，确保他们拥有足够的分析师和其他职员，斯卡特和温斯顿在总值为 5 亿美元时关闭了该基金。6 月，他们又将基金重新对新投资者开放。最后，他们计划建立其他基金，可能有一只专门经营股票、不良债权或贷款。两位合伙人都认为这些领域的增长潜力巨大。“只要拥有好的收益，投资者的数量将不受限制。”斯卡特说。温斯顿也赞成这一说法，“通过夯实基础，我们准备下一次飞跃。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 章 CHAPTER 12

德怀特·安德森：凤凰涅磐

2006年，德怀特·安德森完成了一次在对冲基金公司中并不多见的投资奇迹。当年5月份，他的基金下跌了19%，而在9个月内，他奇迹般地扭转了亏损。

这种事件可能使基金彻底崩溃，通常出现重大损失之后，基金经理将竭力重新站稳脚跟。由于摇摆不定，基金经理没有信心来投下反弹需要的赌注。而收益差也可能引起一股分析师和客户离开公司的潮流。有时，基金经理可能认为这一挫折是无法挽回的，因而宣告公司破产。

但这不是安德森的风格。

到2007年6月，也就是安德森遭受事业上最沉重的一击后的一年，他的公司又得以重振旗鼓。他的总值达35亿美元的旗舰基金，欧斯佩基金，已经在2007年的头7个月里为投资者带来了7.8%左右的回报，这家基金在所有类型的商品交易中投资，包括石油、黄金、铜、谷物，同时还在基本行业股票中投资。如果从谷底计算，回报率达到33%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧斯佩基金的重振雄风，并不是因为安德森的投资策略发生了任何改变。他继续做以前一直做的事情：开展深入分析，以确定欧斯佩基金涉足的各种商品的供求关系。股票方面，安德森及其团队挑选出那些股票与它们的收益及其他财务指标相比被低估的公司。在期货和股票市场中，欧斯佩着眼长远，平均持有期超过两年。

有时，等待可能是痛苦的。“我们经营着集中且长期的投资组合，因此我始终生活在压力之下。”安德森说，“我希望能够今天买入股票，赚大量的钱后，在明天就抛售它。那样压力可能小很多。我总是担心做错事。”

但大多数时候，他们并没有做错。安德森在欧斯佩管理公司（Ospraie Management）的旗舰基金共管理着 70 亿美元的资产，从 2000 年 2 月成立之日到 2007 年 7 月这段时间里，年均回报率达到 15%，而这段时间标准普尔 500 指数的年均回报仅为 2%，雷曼兄弟综合债券指数（Lehman Brothers Aggregate Bond Index）和路透/杰佛利 CRB 商品价格指数（Reuters/Jefferies CRB Commodity Price Index）回报率都为 6%。

2007 年 4 月的一天，我与安德森在他位于曼哈顿市中心的公司会议室内进行了会谈。现年 40 岁的安德森有六英尺三英寸高，留着黄棕色的头发，身穿格伦方格呢西裤，一件袖口链扣上带有鹭鸶羽毛的蓝色衬衫，看上去像个大男孩。他平易近人且健谈的风格加深了这一印象，实际上，他还说“哇赛”。

安德森是一个历史迷，他在欧斯佩总部的墙上装饰了各式各样古老的地图。他特别喜欢这张挂在其办公室的美国古地图，该地图可追溯到 17 世纪，当时的加利福尼亚还是一个岛屿。这张地图时常提醒他，人类最初的感知是可以随着知识的增长而改变的，因此，人们需要不断探索和挖掘，以揭示真理。

2006 年四、五月间，安德森努力探寻他的基金究竟错在哪里，并毫不费力地找到了症结所在。“我们持有的每一个头寸——股票、农产品、能源、贵金属和贱金属——都在亏损”，安德森总结道。例如，他持有矿业公司和石油公司的多头头寸，但它们下跌，而他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做空铜和其他贱金属时，它们却上涨。

如此差的回报令他的客户感到惊讶，但这种惊讶并不是因为安德森没有警告他们投资有风险。他总是向投资者强调，他的持有期较长且头寸集中，投资者应当预料到基金在某一时期会出现亏损。“我们尽可能地控制风险——而且我认为如今的处境比一年前更好——但我们总是告诉投资者，亏损是可能出现的。”他说，“但事后一位投资者告诉我们，‘你总是那样说，但我从来就没相信过你会亏损。’”

安德森的长线策略应对的挑战，就是当他在等待自己的头寸盈利时，怎样面对价格的震荡。安德森承认，“作为一名投资组合经理，我仍在学习如何控制价格的不稳定性。”“你眼前存在一个 A 点和一个 C 点，而且你有 96.8%的把握确信，C 点可能出现。问题是如何控制从 A 点到 C 点的路线。”

这就是 2006 年问题的症结所在，当时他在铜交易中出现了最大亏损。

安德森确信在 2006 年上半年铜的供应将会不足，而且从当年下半年开始，供应将逐步提升，在这之后一直到 2010 年，供应将会过剩。他推断铜的价格当时已经很高，而且这种高价已持续足够长的时间，供应商将加大开采量，因此市场上的铜将会增多。因此，在 2005 年 12 月，欧斯佩做多铜，期限为 6 个月，之后，该基金将卖空交货期货，直到 2010 年，预计铜价将随着供应的增加而下跌。

但安德森没有预计到下面这两种市场力的影响，它们本来与铜的买家或铜销售公司的供应没有任何关系：养老基金和其他机构投资者将数十亿美元的资金投入到买空（多头交易）指数基金，此举使大多数日用商品的期货合同价格走高，包括铜。与此同时，几乎没有多少铜生产商出售少量期货以对冲避险未来两年或三年的价格。

这两股力量改变了近期和未来铜价的总体趋势，这是从来未曾出现过的，安德森说。2005 年前，除了黄金以外，处于牛市中的任何商品，其现货价格总是比 3 个月的期货价格高，同时也比其未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来价格高——这是一种被称为“交割延期”的现象。然而，在2006年第一季度和上半年，相对于3个月的期货合同，铜的现货价格正在下跌，而未来两年的合同价格，比那些将在3个月内交货的铜价格更高。这些都碰巧发生在安德森预测此类事件该结束的时候——随着供应的增加，库存量正在增多。

结果，当年4月，安德森的旗舰基金亏损近10%，5月亏损8%，都来自于铜和其他亏损头寸。他对2008年、2009年和2010年期货价格的趋势感到十分震惊，因为这一市场从未经历过如此大幅度的价格上涨。“我们对头寸的规模进行了调整，远离我们从未见过的最坏趋势，”他说，“而在预测价格将会上涨多少时，我们也出现了错误。”安德森削减了2/3的头寸，并在2006年下半年铜价开始下跌时赚了一些钱。事实上，从2006年下半年开始，他在农产品、能源和贵金属交易中的长线策略都是成功的。

在经历2006年的惨败后，他对如何处理亏损做出了某些调整，这是可以想象的。最重要的调整就是更加迅速地减少亏损头寸。他还决定，如果商品的价格上涨或下跌幅度异乎寻常的巨大，即使与他赌的方向相同，他也会削减头寸，因为当震幅超出了历史趋势，就很难预测其未来的价格走势。最后，为防止亏损，安德森将利用他高于一般人的技能优势，在价格开始进入自己预测的轨道时增加头寸。

安德森预计这些安全措施将会增加收益。“我们选择正确头寸的成功率提高了，这也就意味着我们公司的回报率将比以前更高。”他说，“我们应当能够通过更好地管理亏损头寸和盈利头寸来获取更大利润。”

安德森自2006年起引入的调整，与公司的基本策略相差不大，并不是完全背道而驰。“在这一行业，我学会的一件事情就是，盈利的方式多种多样，而你的行事风格必须适合你，适合你的优势，适合你的个性。”安德森遵循他过去作为制造业咨询师，以及在对冲基金的传奇人物朱利安·罗伯逊（参见第15章）的公司和保罗·都铎·琼斯的都铎投资公司工作时的主要风格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年少时，安德森从未想象过有朝一日会成为一名资金经理。在北威彻斯特念完高中后，他进入普林斯顿大学（Princeton University）学习历史。1989 年初，在大四的最后一个学期，他逐渐意识到自己不想进入法学院，这是他曾经的梦想。当时，在每一行业中择业都很艰难，因此，他匆匆忙忙地在制造业咨询领域找到一份工作。经过短暂的培训，他学习了基本业务，随后忙于在美国各大城市间飞来飞去，从俄勒冈的食品加工公司，飞到新泽西的奶制品公司，而后又飞到德克萨斯，与一家高尔夫球棒制造厂接触。"我学会了如何评估公司的运营情况，如何评估管理团队，并揭示他们怎样增加效益，了解他们的长处。"

不到 18 个月后，他决定要看一看，他是否能够执行自己向别人推荐的策略，因此，他在自己某位客户的公司里工作，这是一家位于纽约州北部的造纸公司。尽管觉得该工作报酬尚佳，但他开始怀疑在制造业内工作是否适合自己。毕竟，这意味着他必须生活在工业城镇，这并不是最好的居住地。当谈到自己大学的朋友时，他承认他们中最好的是在华尔街当职业的证券交易商，因此，他决定从事这一行当。安德森特别关注外汇交易和商品市场，因为与制造业一样，他希望交易那些有形的商品，而且它们的价格由世界大事所推动。一旦开始管理资金，他发现自己过去接受的培训及经验，对他分析自己投资的公司很有帮助。

有了对投资管理的洞察，他申请到商学院学习，并最终在 1992 年秋季进入北卡罗莱纳大学（UNC）深造，这得益于曾毕业于 UNC 的朱利安·罗伯逊资助的一项奖学金，其为安德森支付了学费、生活费，并提供定期生活津贴。入学一年后的暑假，安德森在寻找一份临时工作时，幸运地与一位在 J·阿朗公司（J. Aron & Company）公司工作的朋友罗伯特·鲁宾见了面。后者向该公司高管极力推荐了安德森。该公司是高盛公司的商品交易分公司，而罗伯特·鲁宾后来离开此地，成为了投资银行的副主席。他对安德森说，"你已经不年轻了。你没有在高盛的文化中受过熏陶。这里没有年轻人。你作为商学院的学生，需要这样一个暑期实习的职位。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当天下午晚些时候，安德森的朋友向合伙人J·阿朗推荐了他，J·阿朗注意到，这位MBA求职者，对鲁宾提出的问题都做了很好的回答。安德森经过短暂面试后，获得了一份3个月的临时工作——即使投资银行通常不会为UNC商学院的学生提供暑假职位。这次会谈，他们大部分时间都是在咖啡，可可桌旁度过的。

可可成为了学习商品交易和套利的一种卓越的媒介。可可在伦敦和纽约两个市场上交易，交易的货币也不相同。此外，可可有两种不同等级，分别产自印度尼西亚和象牙海岸，安德森推断是否存在可能利用的价格差异时，必须衡量所有这些区别。

安德森干得很出色，因此毕业后高盛公司雇用了他。但是，他没有在那里工作，因为在临时雇用他时发挥了中间作用的丹尼尔·奥奇离开了高盛，并成立了自己的基金。安德森决定进入摩根大通工作，尽管他的任期可能是短暂的。在摩根大通工作了几个星期后，他接到罗伯逊邀请他共进早餐的电话。安德森猜想这可能是一次礼貌的洗尘宴，但当到达老虎基金总部时，罗伯逊向公司的一些人介绍了他，这些人开始就可可市场不断盘问安德森。他渐渐意识到：罗伯逊想雇用他。

一个月后，罗伯逊和他面谈了数次，并雇用了他，于是安德森——在与摩根大通的管理主任，大卫·普莱德交谈后，后者认为，如果他不去老虎基金公司工作，那简直是疯了——于1994年10月加盟了老虎基金。3个月后，老虎基金的高级基本行业分析师鲍勃·毕肖普离开了公司，安德森接替了他的位置，成为商品团队的主管。那时他在老虎基金中从事商品交易还不到一年。“我需要年轻人的那种无知，以便自己更有信心干好那份工作。”安德森说道。当时他只有27岁。

安德森和罗伯逊一同做了许多引人关注的交易，但最著名的莫过于赌钯价格会上涨——他们发现这种贵金属的供需之间存在极大的不平衡，于是建立了头寸。安德森加盟老虎基金时，罗伯逊已经持有少量的钯头寸，这种金属主要用于催化转化器、电子组件和齿冠及齿桥，罗伯逊早在1993年就第一次建立了钯头寸。安德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

森继续对这种金属的价格走势进行研究，并认为其将会走高，因为钯的供需间存在着 200 万盎司的差量。即使在 1995 年和 1996 年两年间，价格走势与老虎基金预测的相反，但罗伯逊还是继续买入，并一直询问安德森，对供应不足的计算是否依然正确。安德森参观了位于西伯利亚的一些矿山，并与一些汽车公司和牙科医生们进行过交谈。他说，答案是肯定的。最终，在 1997 年，价格开始启动，从约 120 美元/盎司上涨至 1998 年 5 月的 400 多美元/盎司。

是什么给他提供了坚持留场的信心？"持续地握有一个头寸，要不断地向自己提问，你是否正确？在这次钯交易中，从老虎基金在 1993 年年末第一次买入，到 1997 年其价格真正启动，中间经历了 4 年时间。为持有那一头寸，在此期间，我们需要用其他方面的盈利来弥补这方面的损失。"持有期间，钯交易的损失通过谷物、铜以及后来的石油炼制股票和所谓的裂缝扩展，或者由炼油厂将石油炼制成汽油和加热燃料而获得的利润来弥补。

通过这次交易和其他类似交易，罗伯逊为安德森的投资风格打下了基础。他强调价值投资——在低价位时买入业绩良好公司的股票——而且注重公司的管理，将其作为成功的关键要素。罗伯逊也强调经济的必然性——供应与需求的力量——并提倡进行广泛而密集的分析。即使在今天，安德森拥有一个由 23 名分析师组成的团队，他仍然乐于出门找寻第一手资料。当我 4 月份与他会谈时，他这一年中曾到过奥马哈、达拉斯、休斯敦、俄克拉何马城、维克斯堡、密西西比州、沙特阿拉伯、卡塔尔、秘鲁、阿根廷、巴西（两次）、澳大利亚、马来西亚、中国香港和韩国。"我们了解自己所处的这个行业，或者比别人更了解。"安德森说。

安德森在老虎基金工作得很愉快，但到 1999 年，他的一些同事纷纷离开老虎基金，创办自己的基金，他也在考虑是否开始自创资金管理公司。他热切希望担负起投资组合管理的责任，但不希望公司的经营使自己过于分心。若与大型公司联手，这些组织将可以提供后台支持，于是他与许多自己尊重的公司进行了会谈，包括史蒂文·科恩的 SAC 公司、路易斯·培根的摩尔资本管理公司，以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保罗·琼斯的都铎公司。他最终选择了都铎公司，部分是因为琼斯在商品交易中背景深厚——也是以商品交易场的交易商起家的——并且作为一名很配合的合伙人，琼斯的声誉极好。

新创办的公司存在许多内在风险。基金可能在任何一年中出现亏损，但安德森知道，第一年就出现亏损可能给公司带来更严重的后果。因此，适当的合作是关键的。"拥有一群对你十分了解、对市场十分了解，并能够很好地处理与合作伙伴间关系的人，在创办之初会给你以信心。"安德森说。

1999 年 10 月 1 日，欧斯佩正式运营，都铎公司为其提供了种子资金。到 2000 年 2 月，基金开始接受外部投资者的资金。与预想的一样，基金一开始就面临诸多挑战，在经营其客户资金的第一个月就出现了约 5%的下跌。"刚刚涉足于某事，你通常十分紧张，以致使自己使出超乎寻常的能量，" 安德森说道，"欧斯佩成立之初，我在精神和肉体上都消耗极大。"

然而，到 2003 年年末，他的处境开始好转，已经筹集了超过 10 亿美元的资金，而且可以彻底脱离都铎公司的保护了。安德森管理的资产已足够多，完全可以支付他基础设施建设的成本。由于采用长线投资的策略，他对客户资金的锁闭比都铎公司更长。安德森限制投资者在 2 年或 3 年之内撤资，客户资金停留的时间越长，收取的费用就越低。

安德森与琼斯共事的日子给他留下了持久的印象。"琼斯最擅长的——也是我正在努力学习的——就是在趋势不利于自己时，削减头寸，当趋势利于自己时，增加头寸。"他说，"他是最佳的风险控制者，并且是业内最好的创效大师。"

离开都铎后，安德森采取了一系列措施来扩张自己的公司，同时控制其旗舰基金的扩增，并向新投资者关闭旗舰基金，而都铎公司一直是欧斯佩的最大投资商之一。对安德森而言，创办新的基金比仅仅在其主要基金中吸收投资者的更多资金更有意义，于是，在 2006 年初，他创办了欧斯佩特别机会基金（Ospraie Special Opportunities Fund），投资于商品交易领域的私募股权交易。"我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

努力从以前的对冲基金公司中吸取经验教训，以便了解为什么它们一旦发展壮大之后，就逐渐落败了，安德森说。未能保持繁荣的部分原因可以归结为纯粹的数学问题：基金规模越大，越是难以找出市场的弱点，而市场大得足以影响回报。

欧斯佩特别机会基金目前已拥有超过12亿美元的资产，而当初决定创办这一基金的理由很简单："我们曾发现有太多的机会可以崭露头角。"安德森说，这些机会包括农场到大型的能源公司。由于安德森将旗舰基金中的非流动私募股权投资限制在资产的约5%以内，因此，欧斯佩不得不将一些独家发盘让给向其他公司。

作为其扩张计划的一部分，2005年，安德森还向雷曼兄弟公司出售了公司20%的股权，并把部分收益用来帮助建立欧斯佩展翼基金集团（Ospraie Wingspan Group of Funds），培养新的经理。展翼集团如今拥有约20亿美元的资产，有9名经理负责经营。欧斯佩为其提供后台和管理服务，包括员工福利管理、市场营销、会计服务、法律事务、技术以及设备采购等所有服务。这种结构使经理们可以潜心于投资的经营。

为展翼集团选择经理的过程中，安德森寻求讲诚信——他们怎么对待合作伙伴、员工、客户及其他经理——且在资金管理中有天赋的人。他将展翼视为一个共享信息的网络，希望与那些他尊重且乐于与之交谈的人打交道。"与其说增加人员流动性并造成相关的风险，不如说这种关系促进了信息流，增大了每位经理取得成功的可能性，"他说道，"所有这些不同组织间存在着协同，因为不同的投资风格通常是互补的，而不是对立的。"

安德森说，随着创办了更多基金，他可能寻找那些不太保守的经理。"如今，我们可能会接受那些以更加不稳定的方式管理投资组合的经理，"他说，"随着时间的推移，我们将努力构造更多这种专业群体，比如说，我们在休斯敦拥有5位不同的能源交易商，每一位都风格各异，但在同一市场从事交易，同时，通过那种信息交流和反复的对话交谈，他们可以互补。"

《发展中的欧斯佩展翼》计划，使安德森能够对他认为天赋极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

佳的经理进行特殊关注。这些人中,有在商品市场中赢得安德森尊重的布鲁斯·雷特（参见第 14 章），他经营着雅尼克斯管理公司（Yannix Management）。雷特比安德森大十多岁,出生于俄勒冈州的一个农场,早在孩提时代就涉足商品交易。“布鲁斯经验丰富且才华横溢。我认识他很久了,并发现他对农业市场具有很强的洞察、了解和判断的能力。他尤其擅长于控制风险,如果发现情况不妙,他会毫不犹豫地减少头寸。”安德森认为,在对农业市场的了解和能够严格控制风险并明智地处理头寸方面,雷特是最佳经理之一。“这是一种罕见的完美结合。”安德森说。

在股票市场,安德森认为十分杰出的人物当属罗伯特·米戈内（参见第 13 章）,而李·安斯(参见第 6 章)也持同样的观点。“在过去的 7 年里，罗伯特十分镇定并耐心地建立了牢固的投资合作关系。在基本股票的选择方面,毫无疑问他是个专家,他强调严格遵守纪律的研究价值,并对自己的工作十分有耐心。他还是从空方寻求产生绝对收益的为数不多的基金经理之一。”

对整体收益而言,安德森认为“智慧的累积来自于过去曾犯的错误”。很少有人反对这一观点。尤其当你发现,还有像安德森这样擅长从自己的挫折中总结教训的人存在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第13章
CHAPTER 13
罗伯特·米戈内：第一手资料带来的硕果

为了理解是什么使得罗伯特·米戈内的方法实现盈利，你需要对古希腊文化和拉丁文化的研究方法有一定的了解。米戈内在哈佛大学接受过古典主义和自由主义艺术的教育，这一经历告诉了他华尔街的授课方式：第一手资料的重要性、成为通才的好处、简单主题的优越性以及不走寻常路的优势。

米戈内从主修希腊和拉丁文学到从事金融业这一看起来不太可能实现的转变使其最终成为了布里杰管理公司的经理，他于2000年7月在纽约创办了这一对冲基金，当时他还不到29岁，如今该基金资产总值达21亿美元。“研究古典文学如今不太流行。”今年36岁的米戈内说道。尽管他同时指出，价值投资之父，本杰明·格雷厄姆，也曾学习过古典艺术，据说他最大的爱好是将荷马史诗翻译成拉丁文，而将罗马诗人维吉尔的作品翻译成希腊文。“学习古希腊和拉丁的文学著作时，没有课本。因此不断地促使你从其他地方获得你所需的材料，并直接学习它们，”他说道，“这种规则也体现在我的事业中。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

挖掘第一手资料使米戈内感到兴奋，而正是这种兴奋使他成为分析师的分析师。“对于我来说，不可抗拒的热情是卷起袖子对公司进行深入分析，”他说道，“投资组合管理方面，股票方面——如果你愿意分析，它们都是有的做的。”他最喜欢做的事情是研究，也就是他在布里杰公司所做的，寻找到要买入的股票，和要卖空的股票。谈到这里，他甚至微微一笑，露出那一排有些稀疏的牙齿，看起来像在糖果店里乐不可支的小孩子，尽管他穿着一身成人服装——蓝色细条纹的西装，白衬衫，系着领带，穿着 Gucci 的路夫鞋。

米戈内寻求将在 3 年之内价格翻番的股票和将至少下跌 30%的股票。他如今已向投资者关闭的旗舰基金，从成立之初到 2007 年年中，扣除 1.5%的管理费和 20%的收益费外，年均回报率达 16%。“我们努力在不犯任何错误的前提下尽最大可能实现盈利，”米戈内说道，“有时，一年可能产生 40%的回报，而有些时候则很糟糕，持有 5%的现金就相当不错了。”

米戈内公司的名字看上去与一位决心探索未知世界的资金经理很相符。他之所以为公司取这个名字，是受到一位 19 世纪的传奇人物，吉姆·布里杰的鼓舞，吉姆·布里杰是一位冒险家、商人和导游，先后探索发现了蒙大拿州、怀俄明州和美国西部的其他一些地方，而且，根据布里杰位于密苏里州独立城的墓志铭，他还发现了犹他州的大盐湖。米戈内于 1999 年与妻子艾丽逊结婚，是妻子使她了解了美国西部的情况。米戈内妻子世代都是蒙大拿州的农场主。“我妻子与我结婚后不久就支持我创办这一公司，我向她致以敬意。”他谈到名称的选择时说。选股专家史蒂夫·曼德尔——老虎对冲基金旗下的基金经理，而且当时是米戈内妻子的老板——从 10 个候选人中选择了布里杰。“由于史蒂夫是过去 20 年内我所知道的最成功的经理，我想他的选择比其他任何人的都更有份量。”

这个名称激起了米戈内的斗志，他不仅想在投资方面开辟新领域，而且想在生活中实现一些创举。米戈内出生于曼哈顿附近的地狱厨房（Hell's Kitchen），在扬克斯长大，是家里 5 个孩子中的老大。他是在布鲁克斯一所专门招收男学生的耶稣会士学校——福

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德汉姆高中第一次接触到古典艺术的。1992 年，在哈佛大学学习了 4 年后，他放弃了进入法学院深造的念头，转而在德勤咨询公司找到一份工作，并被派往俄罗斯工作了近两年，与美国国际发展署（USAID）合作，在俄罗斯建立资本市场。1994 年，他的父亲被诊断为癌症晚期，他立即返回纽约，并开始在唐纳森，勒夫金 & 詹雷特公司的投资银行工作。

当时，托尼·詹姆斯负责商品银行业务，如今他已是纽约收购公司黑石集团的总裁。与其他公司相比，这家公司资历不深的分析师很多，而资深分析师很少。“那是一种考验，而且是一次难得的经历”，米戈内说道。这种来自内心的激动是不可抑制的。尽管当时住在家里，他感觉只是比在莫斯科时回家的次数多了一点儿。

确定从事专业研究可能更适合自己后——他家里的其他成员要么是医生，要么是教授——米戈内在唐纳森，勒夫金 & 詹雷特公司工作了 6 个月后就离开了该公司，进入哈佛商学院深造。他非常喜欢这所学校，并开始认真考虑获取博士学位。但事情在 1996 年发生了改变，当时他的一位朋友，老虎基金总裁约翰·格里芬与他接触，邀请他在自己将创办的基金中担任分析师。“如果你干得出色，你可以按自己的愿望从事更多的研究，而且你将获得十分丰厚的薪水，这将其乐无穷。”米戈内回忆说，当时格里芬这样告诉他，“而且你也可以自己开公司。”

但对冲基金对米戈内毫无吸引力，因为他对这一领域一无所知，但他喜欢公司的创业精神，而且可以从事富有创造性的深入的分析。他就此事咨询了学院的导师安德·皮罗德。皮罗德建议说，“干 3 年再说吧，如果你真的擅长，相信我，你会喜爱它，而且你会觉得自己做出了正确的选择。如果你干得很糟，再返回学校从事专业研究。不要使自己平庸无奇。”

毕业后，米戈内打点行装，返回纽约，到格里芬和里奇·贝罗手下工作，后者是新基金——蓝山资本的财务总监。米戈内在哈佛商学院就读时的班里有 800 名学生，而他是仅有的两个在对冲基金行业中就业的学生之一。“另一伙伴坚持了不到 4 个月，因为他对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此恨之入骨。"米戈内说道。总体上，那一年从哈佛毕业的学生中，只有 5 位进入了股票投资领域。股市并不像 20 世纪 90 年代中期那样无人问津。每个人都读过迈克尔·刘易斯所著的《说谎者的扑克牌》(*Liar's Poker*)，该书清楚地告诉世人，在投资银行中最差劲的工作就是"在达拉斯经营股票"。但到今天，米戈内估计他每年从哈佛大学商学院的求职学生那里收到 400 份简历。

不到 3 年时间，米戈内就意识到他导师的建议是正确的：他是优秀的分析师，而且他热爱这一工作。但当 3 年过去时，他希望创办自己的公司。很幸运，1999 年，蓝山资本大获丰收，因此，他不会感到自己是在合伙人处于危难时甩手离去的。他的妻子仍在曼德尔的孤松资本(Lone Pine Capital)工作，因此，他知道，即使一败涂地，也会有人为家庭带来丰厚收入。在米戈内的脑海中还有两个结识很久的合伙人，且都希望与他共创事业。其中一位是布拉克·古德勒，当时在老虎基金的医疗保健板块担任分析师，他的资历较浅。另一位是迈克尔·提尔尼，他一直在蓝山资本的经纪业务部门工作，是摩根斯坦利的联系人。

从在蓝山资本工作伊始，米戈内知道，新建公司若想取得成功，最关键的因素是融洽的团队关系。"我无须怀疑我们的关系是否融洽，"他说，"我们可能处于恶劣的市场，可能做出错误的投资决策，但我们是一个团队，甚至在成立新公司之前就是。"几个月内，3 个人管理了 8,000 万美元的资产，米戈内所做的正是他最擅长的：深入挖掘他们考虑投资的公司的情况，他说，这是形成与众不同观点的唯一途径。

"我首先把自己视为一名分析师，"米戈内说道，"作为分析师，我们所做的重要事情是提出一个中心论点，然后找出许多论据来试图证明我们错了。"对于米戈内，那些中心观点应是清楚且易于沟通的。一个简炼的句子应该是整个故事的浓缩。米戈内曾听说过这样一个观点：当他开玩笑说，现在人们不爱看书了，是因为书太厚了，喜剧演员争辩说，任何伟大的名著都可总结为一句话，剩下的文字都是多余的。800 多页的《白鲸》(*Moby-Dick*)一书可以归结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为一句话：不要捕杀代表自然的白鲸，否则它会吃掉你。”

这种假设令米戈内回忆起高中和大学时期学习过的古典文学名著。《奥德塞》(*Odyssey*)和《伊利亚特》(*Iliad*)的最终结局其实在开篇的第一行就已经预言，而几乎所有的古希腊悲剧，都可以高度概括为合唱曲的最后 5 行。“如果你在任何时候都能够将名著总结为简单的一句话，应该也能将一种具有说服力的研究观点概括为一句话，”米戈内说，“一句海明威式的话。”

在米戈内看来，华尔街公司公布的大多数研究结果都不具有说服力。他在职业的早期就发现，这些研究结果许多都是不完整，或者明显错误的。卖方分析师通常不与公司高管沟通，并在解释公司的前景时引用公司高管们的话。米戈内及其团队总是寻求第一手资料来验证公司管理层说的话。他们通过参加贸易展和行业会议，以及与贸易杂志主编及公司的竞争对手进行交谈等方式来弥补对公司参观考察的不足。在完成这些细致的调查工作后，米戈内通常发现自己总想卖空一家华尔街分析师吹嘘的公司。

苏尔比姆公司(Sure Beam Corporation)就是分析师们经常吹捧的公司，该公司主要销售绞牛肉，称他们通过照射方法杀死了牛肉中诸如大肠埃希菌和沙门氏菌等细菌，所以他们的牛肉是“安全的”。2001 年 3 月，苏尔比姆的母公司，提坦公司(Titan Corporation)，将苏尔比姆公司的部分股权向公众出售，米戈内立即开始做空苏尔比姆公司的股票。该公司的“无菌”牛肉成本约为每个牛肉饼中的 1 美分，这个价格是该公司猜测消费者可能对无菌食品满意的价格。华尔街的分析师对该股票提出买入建议，而股票价格也从其首次公开募股时的 10 美元，涨至 5 月末的 19 美元，因为公司报告说，其试销时的销售量极大。

由于形势朝着不利于米戈内的方向发展，他和分析师约尔·拉米开始进行深入细致的调查工作，以求确定是否这种照射牛肉将损坏其口味，或者存在其他方面的问题可以使其不太受欢迎，并确定是否消费者真的愿意承受牛肉价格的上涨。为找到这些问题的答案，他们参观了该公司，看到了对牛肉进行照射的中心，并驱车

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来到纽约州北部和伊利诺伊州，调查这里正在进行试销的商店。

在那里，他们偶然获得了有价值的发现。实际上，正如该公司和华尔街分析师所报告的那样，人们在买苏尔比姆公司的牛肉。华尔街不知道的是，该公司通过高达20%的折扣来推进牛肉店内的促销活动。掌握了这一信息，米戈内在6月增加了该公司的空头头寸，当时股票的交易价格约为16美元，而到10月初，股票直线下跌至5美元以下。“基本上市场对这种照射牛肉没有需求，对我来说，这是显然可以预见到的。”米戈内说道。

然而，到了9月份，意想不到的情况出现了，米戈内变得一片茫然。美国的媒体NBC报道说，美国的一位参议员收到了含有炭疽菌的信件，而且还有一些公司也报告收到了含有白色粉末的可疑包裹。几乎在一夜之间，苏尔比姆公司放弃了食品照射的业务，转而进入照射信件前部和中部的业务。又有消息说，美国邮政总局正关注苏尔比姆公司的技术，而到10月中旬，政府将下达第一份订单，购买8台苏尔比姆公司的照射机器，并有可能购买更多，这使得该股票在不到3周的时间内从4.8美元一下子飙升至15.41美元。布里杰的投资收益一下从波峰跌至谷底，曾获得的50%的平均收益眨眼间变成了200%多的报表亏损，因为米戈内已经在均价为10美元的时候卖空了该股票，如今其股价已经超过了15美元。

为重新评估这一局面，米戈内和拉米急切地想弄清楚下面这些问题的答案：“美国邮政总局是否真的将为每一个邮件分发中心配备这种机器？国会是否会为此提供奖金？照射的技术可靠吗？他们开始与邮政巡视员和国会助手们进行电话交谈，以确认政府是否将启动这一计划。

布里杰的团队对这种技术是否能够成功地从食品业转入邮政业表示怀疑。当他们参观苏尔比姆位于爱荷华州的一家试验工厂时，发现那种照射机器被3英尺厚的混凝土墙围住，而团队中的一位妇女还必须签署一份确认她没有怀孕的保证书。米戈内立刻意识到，对辐射程度的担忧使机器进入邮件分发中心的希望变得十分渺茫。他和他的分析师还获悉，杀死炭疽菌所需的射线数量，足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以将邮寄的包裹变成碎片。随着米戈内及其团队揭穿了所谓的"邮政骗局"，布里杰公司于 2003 年 4 月，该股票价格处于 3 美元的时候，利用借贷资金继续增加其空头头寸。2004 年 1 月，苏尔比姆宣布停业清理。他们做空这家公司的股票直至其破产。

在探寻苏尔比姆公司真相的过程中，米戈内遵循了从格里芬那里学来的方法：当形势朝着不利于自己的方向发展时，不要惊慌失措，要研究。他也没有试图调整头寸。米戈内说，"从长远看，把头寸的规模放在心上，并在我们的研究能够证明决策正确与否之前一直持有它，就已经是朝更好的方向发展了。"关于苏尔比姆的所有真相都大白于天下后，他立即做空更多该公司股票，并等待着必然的失望。2002 年年初，股票又回跌至 5 美元左右。

在布里杰公司，研究起主导作用，该公司的分析师们——除了米戈内之外还有 8 名——所做的事情就是寻找投资主题。除了两人之外，其他人都是多面手，有一个人同意米戈内的自由主义艺术教育方法，即对逻辑和创造性思维方式进行培训比专业培训更重要。另两位，布拉克·古德勒和沙辛·沃克，是医疗保健领域的专家。米戈内不会寻求具有特殊背景的分析师，他只谋求才华出众的人。"我们雇用的是个人，不是角色，"米戈内说道，"因此，我们寻求能够令我们感到他将胜任我们所做工作，并将在文化上与我们相处融洽的分析师。"其意图很简单：他希望雇员能够提出伟大的投资建议。

由于布里杰公司的运行模式是持有头寸达 3 年之久，因此，命中率需要很高，而且回报也必须可观。米戈内的核心头寸包括约 30 个多头头寸，每个头寸的规模限制最初占投资组合的 5%，并不超过 10%。他还拥有约 60 个空头头寸，每个头寸起初不超过 2%。他绝不允许空头头寸大于 4%。总体上，该公司的总暴露值为 150%~200%，意味着多头和空头头寸的价值累计为基金净资产的 1.5 倍~2 倍之间。净暴露值处于 20%~60%之间。

米戈内说，提出优秀的投资建议需要时间，如果分析师每个月能够提议一只好的盈利股票，就已十分出色。每周五，团队会一起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

审阅一遍潜在的投资建议。他们讨论已收集的评估，以支持这一论点，并集体讨论可能朝什么不利的方向发展，他们如何收集更多信息确保自己的假设准确无误。分析师的酬劳是基于该基金的总体收益的，因此，人们很乐意合作。对每一个头寸进行的所有研究，都经由一个信息共享软件程序在所有员工中共享。

多面手方法有利于讨论的活跃，米戈内说。“在公司，这种说法并不多见：‘我是专家，不要怀疑我的工作。’”即使是在生物技术等专业领域，多面手们提出的问题都与那些对医疗保健行业了解十分透彻的人一样敏锐，米戈内说。部分原因是多面手们暴露在各种行业面前，这给他们带来了新的观察角度。“在研究上，我们绝对是像同伴那样合作。”米戈内说。尽管他是该团队唯一有权决定是否将建议的头寸吸入投资组合，以及头寸的规模应为多大的人。

米戈内刚刚成立布里杰公司时，客户前来投资是因为他是优秀的卖空专家，并且是卓越的研究者，他熟知医疗保健业。“如今，当我观察我们的团队时，我发现自己的许多方法真的早就过时了，”米戈内说，“古德勒在医疗保健业的分析强于我，而约尔·拉米则在做空方面胜过我。十分幸运的是，这些伙计几乎从第一天开始就不离我左右。他们在这里创造了文化，与我过去创造的同样多。我们有共同的价值观。”

米戈内团队的优势已使其在上涨和下跌的股票上都创造了巨额利润。2000年至2006年年末，布里杰公司的空头头寸和多头头寸带来的回报大致相当，尽管空头头寸更不稳定。以2003年为例，布里杰赌的下跌股票未能实现盈利。那也是米戈内唯一没有战胜标准普尔500指数的一年。但原因之一是那一年缺乏可以做空的股票。因特网泡沫花了近两年时间才缩小，而且业绩最差的公司已经出局。他的多头头寸年均回报高达40%，而指数的回报仅为26%，但他在个股（他没有做空指数或交易所交易基金）上的空头头寸上亏损了30%。

米戈内说，他进入业内之初，由于与从前相比，赌股票下跌的投资者更多，而且多数投资者并没有足够的技能或才干，因此，做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空成功的几率很小。一个佐证就是米戈内从 2006 年 11 月开始将总部位于西雅图的 Dendreon 公司的空头头寸吸入投资组合——他认为这个公司在本书出版之时就该破产了。但该公司开发了一种名为 Provenge 的疫苗，用以预防前列腺癌。由于制药厂商准备在食品和药品管理局(FDA)于 2007 年 3 月提交顾问委员会之前推出该药品，于是米戈内及其团队也做好了相应准备。“我们观察了数据的质量，并认为它充其量会被归为“待定”一类，根本无法满足 FDA 的任何药品批准要求。”米戈内说。他早在蓝山资本工作时就开始跟踪观察食品和药品管理局的批准决定。他确认顾问委员会将拒绝批准该药品。而顾问委员会通常向政府提出建议，后者尽管不是被迫采纳前者的建议，但也通常会采纳。相反，委员会批准了该药品，并声明药品是安全且“充分有效”的。这一消息使得 Dendreon 的股票从 5 美元左右飙升至 13 美元。在随后的两周内，达到了近 24 美元。

局面进一步复杂，市场上几乎 1/3 股票的在外流通股份都被借贷或售出，这表示许多投资者都赞同米戈内的观点。“当卖空股份悄悄上涨至指定价位时，这一领域很快变得拥挤不堪，因为许多人也和我一样卖空。”米戈内说，“如果有关于严重拥塞的卖空股票的利好消息，弱手往往变得恐慌，并迅速离场。”布里杰公司在 Dendreon 上所犯的错误，就是同意了大多数人的意见。尽管米戈内当时对自己的判断十分自信——他在顾问委员会批准该药品后继续做空该股票——由于其他投资者持有他们的头寸，因此他也不期望短期的迫仓。“我们几乎没有什么特别的优势。处于高度拥挤的卖空股份中，危险性大大增加了。”

在当时紧张的情形下，米戈内决定继续持有是正确的。在我们采访他约 1 个月后，也就是 2007 年 4 月，食品和药品管理局宣布，批准该药品尚需更多信息，该股票应声跌回至 5 美元。在 FDA 批准该药品之前，米戈内的平均做空成本约为 4.5 美元。到 2007 年 8 月，股票交易价格在 7 美元左右，而米戈内已经补足了一些头寸。

如今，在充满了对冲基金资金的市场中，有利的卖空并不是市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场中的唯一头寸。经理们也会蜂拥购入相同的多头头寸。这就好比每位经理都在 100 只股票中发现了相同的 50 只。米戈内说“这在数学上是不可能的。一个本应该是随机回报的状况中已经产生了秩序。”他说。他怀疑共享投资点子的分析师反映了众人的心理。

他说，那种冗长的闲谈使对冲基金的收益受损。从商学院毕业后，他并没有太多的人际网络可以讨论。他在投资界几乎一片陌生，他遇到的人通常比他的经验丰富得多，而且拥有更熟练的技能。米戈内说，“因此，当我与对冲基金领域的人们互动时，我向他们学习，结果，我建立了一个大型的指导系统。”对米戈内而言，当与别人交谈时，他为发现宝贵的数据而努力工作，并使之对团队有价值。

他认为，你在对冲基金领域内熟识的人的数量，与你在业内所呆的时间是反向相关的。“在公司里从事这一行业最久的人，认识的人最少。”他说，随着年长的经理逐渐离开公司，这种差距也在逐渐减小。他的资历不深的员工拥有庞大的交际网，因为他们有 50、60 或 70 位商学院的同学或大学同学，在为 50 或 60 家不同的对冲基金工作。那意味着当与业内的其他人士交换意见时，他们通常是在与那些阅历并不比自己丰富的人互动。米戈内说，指导过程消失了。“因为干扰太大，要在业内培养杰出的新人才更为艰难。”

另一种流行的症状——米戈内警告年轻分析师远离这种症状——就是猛扑向当今热点的行业。1997 年和 1998 年，米戈内在蓝山资本工作，他花大量时间关注能源和石油服务公司。“我经常需要与华尔街的许多人在一起共进午餐，环顾房间，我心想，天啊，这对我来说似乎是在观看‘未来之灵’，”米戈内说道，“房间内的人平均年龄有 55 岁，都是白人，头顶渐秃、鼻子通红，穿着裁剪差劲的西服，午餐总是上肋和马铃薯。桌子有一半是空的。”午宴的赠品可能是粘在你头盔上的某公司的贴花纸。在那些年里，米戈内的妻子在孤松资本公司担任零售和因特网板块的分析师。在她的午宴上，每个人都只有 25 岁，穿着阿玛尼西服套装，吃的是寿司。“赠品是一个电子的小玩意。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，如今的石油和天然气业仍是那种情况。2005 年，米戈内参加了在沃多芙酒店召开的一次能源会议，他对自己是屋内年龄最大的人至今印象深刻。“当能源行业开始兴旺繁荣时，存在赚取巨额利润的极好机会，部分是因为在能源行业处于萧条的 1982 年至 2002 年期间，这一领域并没有许多有头脑和有才干的人，”他说，“在那一领域出现了 20 年的人才断层。你不要指望环顾屋内发现别人都比你年轻，你发现许多人和你年龄相当，那样十分难以拥有长期可持续的优势。”

米戈内自身的成功之路例证了向杰出的导师，而不是向普通大众学习的重要性。没有年长的经理向他提供意见和建议，他怀疑自己可能不会从分析师转成为投资组合经理，他说，他最初以为这次转行会使他感到不安，主要是因为他特别专注于深入而独立的研究。作为投资组合经理，他最初以为要对投资了解 70%~90%，后来认为只需了解 40%或 50%，而这 40%或 50%中的大部分信息是自己尚未发现的。“你必须学习如何在掌握较少信息的情况下做出决策，而且那些信息还是分析师为你提供的，因此，那不再是第一手的，”米戈内说，“那都是巨大的挑战。”具有讽刺意味的是，随着时间的推移，他迫使自己去挖掘的少量信息恰好就是他真正需要了解的。其他的都是多余的。

除非米戈内对自己所雇用的人十分了解，否则他不会委之以重任，这也是他充分相信自己的分析师的部分原因。“我们用了多年的时间来找到那些能够从一开始就与之建立良好关系的人，”他说，“那种决定不是能够依据一份简历或 5 个小时的面试就可以做出的。”米戈内雇用的分析师，即使不曾在投资管理的最热门领域内工作过，至少也都曾在对冲基金领域中工作过。他们对投资充满热情，而不仅仅是为了追求最高薪酬。“顺便说一下，我曾看过的简历中，许多人都缺乏那种激情。他们极为普通，没有对我们所从事的事业体现出根本的热爱和激情。”

米戈内采用典型的古典主义观点来看待未来的对冲基金行业。“我们希望成立公司，希望自己当老板，希望与别人建立合作，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希望管理自己的资金，”他说，“但对于如何建设公司并使之资本化、制度化，许多人没有考虑过。”“大”并不是他特别感兴趣的目的。特别是，他并没有强烈的意愿想要经营一家更大的基金。“我依然相信，如果你想成为一个多—空基金专家，那么资产的增长将会对收益造成损害。”

他提醒那些准备进入这一行业的经理们，成为这一行业主力军的基金日渐减少，因此，那些得到不菲薪金的经理们最好看一下华尔街。一些草稿演算证明了他的观点：到 2006 年年末，世界上百强对冲基金公司的资产，占业内总资产的 68%。这意味着，预计有 2,300 家只有一位经理的对冲基金经营着剩下的 4,600 亿美元的资产，或者说，每家只有一位经理的对冲基金公司管理着平均约 2 亿美元的资产。由于从 2000 年年初开始，每家对冲基金公司的年均收益都约为 8%，那么，每家公司都能够从其收益费中赚得约 320 万美元的利润，而这些利润很有可能分摊给大量的合伙人。而 2006 年，在纽约投资银行业公司中，一位管理主管的平均奖金为 280 万美元。

米戈内说，年轻人必须弄清楚，他们为什么希望在对冲基金公司工作。“他们最好是因为喜欢成为企业家，或者是因为拥有足够的个人财富来管理自己的资金，才这样做。”对冲基金并不是一条致富的可靠途径。为证明这一观点，米戈内指出，根据芝加哥大学经济学家史蒂文·莱维特在其畅销书《魔鬼经济学》(*Freakonomics*)中的观点，在芝加哥，一位一流经销商 4 年之内有 25%的几率破产。在每两家新的对冲基金公司中，约有一家会在 3~5 年内破产。“因此，芝加哥的一流经营商的生存机会，比在对冲基金行业中维持 4 年的机会更好。”

当然，对于即将成为经理的人，他们面临的成功机会十分渺茫，但即使对冲基金破产，生活仍然可以继续，即便生活得可能不太如意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章
CHAPTER 14
布鲁斯·雷特：掌控变化的市场

布鲁斯·雷特在俄勒冈州富矿带上一个占地两千英亩的农场里长大。他家养殖奶牛，种植小麦、大麦和苜蓿，雷特从小就开始从事艰苦的劳动：为牛烙上烙印，种植农作物，驾驶联合收割机。如今，雷特经营着资产值达5亿美元的雅尼克斯管理公司，该公司是以俄勒冈州南部一座小山的名字命名的，站在雷特家的农场上，可以看到这座小山。如今他家的农场由其哥哥经营。雅尼克斯管理公司交易玉米、小麦、大豆、牛、肉猪以及其他牲畜。

雷特现年57岁，身材瘦高，头发乌黑，有一副沉稳的学者派头。当谈到自己的公司时，雷特听起来像是一位学术界人士，不时提到一些经济学术语，例如价格弹性、尾随事件等（他在俄勒冈州立大学[Oregon State]取得了经济学学士学位）。然而，在某种程度上，他把自己的优势归因于少年时代在自家农场中的劳动，当时他了解到，商品的价格直接影响着农场主的行为。他知道，在某一价位上，农场主将决定种植此作物，而不是彼作物，或者在某一价格上，将某种动物的饲养转变为另一种动物，这完全是可替代的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加入了称为欧斯佩展翼基金——该基金的种子资金是由德怀特·安德森的欧斯佩管理公司提供的——的基金网络后，雷特于2005年7月成立了雅尼克斯公司。雷特将他从客户那里收到的2%的管理费和23%的收益费的未公开的部分支付给欧斯佩管理公司，后者则在已经展开的交易中负责对雅尼克斯公司的管理和经营业务。因此雷特将其95%的时间都花在投资上，他在康涅狄格州威尔顿市一家配置精简的办公室也是这样工作的，该办公室只有一个由5人组成的投资团队，其中包括一名气象学家。

即使在业内打拼了30多年，雷特对农产品的痴迷依然不减当年。“农业影响着全球的所有事情，”雷特说，“而世界上任何事情也都会影响农业。”雷特这样认为。如果房地产市场低迷，可能导致牛肉消费量下滑，因为许多家庭会觉得经济拮据，而选择鸡肉或猪肉来做肉排。同样，中国高速的经济增长形势可能意味着居住在北京的某位上班族每周多光顾几次肯德基。“理解经济的着力点，以及政治的风向极为重要。我们所处的市场是经济、政治和气候分析的函数。”他说。

在一个对农产品市场和雷特都深具意义的时刻，雅尼克斯公司开始运营了。创办一家对冲基金被认为是年轻人的事，大多数对冲基金经理都是在他们二三十岁的时候开始创办基金的。但雷特在他55岁生日到来前的几个月才决定创办自己的公司。在过去的近30年里，他与商品交易商路易斯·德莱弗斯一同担负着管理和风险管理的职责，而且在最后的两年半时间里，他使用该公司的自有资本，管理着一只农产品基金。“我当时处在事业的转折点，”雷特说道，“我渴望接受新的挑战，而这就是我所期待的挑战。”

雷特与德怀特·安德森已相识多年，他敬重安德森。他还喜欢展翼集团的商业模式，认为用那种模式筹资相对容易，因为商品市场中存在着大牛市。大量投资者——从富有的个人到投资于对冲基金的基金——都急于把资金投入到商品市场中，而这个市场一度是金融的死角。雷特对这种被压抑的需求判断得很正确，而到2007年，鉴于其所处市场规模相对较小，他已经达到了自我设置的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希望管理的资本数量的上限。

随着雅尼克斯公司的正式运营，雷特发现商品市场正发生震惊世界的改变。“这些市场是动态的，如果你从现在开始往回追溯10年，将发现某些戏剧性的变化。不是所有人都能够生存下来。”雷特说，“为进入这一领域，你要么具有初生牛犊不怕虎的勇气，要么应该考虑一下你的技能是否超过了常人。”

雷特预测的市场变化是两种趋势的结果：对从玉米和其他农产品中提取燃料的兴趣越来越浓厚，以及机构投资者将大量资金注入到商品基金中。这两种趋势都改变了商品交易方式的本质。

美国《2005 年能源政策法案》(*Energy Policy Act of 2005*)的通过，使得使用所谓的生物燃料，例如乙醇等的趋势开始启动，这一趋势要求到 2012 年以前，每年用可再生燃料取代全美 750 亿加仑——5%——的汽油消费。乔治·W·布什总统在其 2007 年 1 月的国情咨文中要求全美国在 2017 年之前削减 20%的汽油消费，并用生物燃料代替。

雷特认为这种推行生物燃料的举措是有害无益的公共政策。他说，这种意义不大的节约能源的方式所带来的益处远不及削减全世界——尤其是第三世界国家——的粮食供应所引发的危险。政府提供巨额补贴鼓励从蔗糖和玉米中提取乙醇和从大豆中提取生物柴油。与雷特理解的一样，这种趋势所带来的麻烦是，如果遇到了大面积干旱或其他自然灾害，粮食减产，政府将面临两难境地：使人民吃饱，还是为汽车提供足够的生物燃料？

雷特说，随着时间的推移，政治家们将逐渐意识到这些危险，但他们并不会在一夜之间突然开窍。“政治是大众的争论。”雷特说，“今天，使用生物燃料很受欢迎。起码在得梅因和旧金山都很受欢迎。而在那些食物缺乏的地方，将不会受欢迎。同时，在当今的第三世界，生物燃料同样不受欢迎。”一些警告信号已经出现。从 2006 年年初到 2007 年年中这段时间，乙醇生产厂商对玉米的需求，已经推动粮食价格上涨了 80%，这种价格的上涨给墨西哥带来了一些问题，该国普通百姓的卡路里有一半来自于玉米制成的玉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

米粉圆饼。政府在2007年年初开始干预，要求零售商和食品制造商限制玉米粉圆饼的价格。

在商品市场中，另一个主要催化剂是机构投资者的涌入，他们于2002年前后开始通过指数基金购买商品和其他所谓的买空产品，这种产品只赌商品价格会上涨。随着价格的稳定上涨，更多的养老基金和其他大型投资者开始涌入，进入由高盛公司和其他大型金融服务公司所经营的公司中从事交易。由于有些投资者预测到中国和其他新兴市场的巨大需求，因此，赌当前商品价格的投资者也是在做着长远的打算。尽管从更长远看，供应和需求的原理依然适用，但这些巨额的资金注入，使市场在短期内更难预测。例如，预测大草原地带的天气好于预期，通常意味着粮食供应增长，价格更低。如今，价格的下跌可能不如预期的那样明显——至少起初是这样——因为，为其指数基金投资者购买期货的公司，例如高盛公司等，将把大笔资金投入到商品基金中，从而推动价格上涨。“结果是很明显的，但如何实现却不那么明了。”雷特说。

2006年年末，这些资金的流入误导了雷特，使他在当年亏损了约9%。尽管他的基金最终上涨了11%，但低于他设定的15%左右的年度长远目标，同时也低于他设定的回报目标，就是在任何一个月都不会亏损5%以上。

2006年9月的亏损就超过了5%。当时，由于美国和欧洲的干旱以及澳大利亚的干燥气候，小麦价格自一月以来上涨了30%，导致有些人认为全世界的粮食供应将变得匮乏。但雷特并不确定。他推算，假如小麦价格上涨，农民们将准备好用玉米或其他类型的饲料来饲养牲畜，因此，当前的小麦供应将是充足的。价格上涨使俄罗斯和其他位于黑海附近的前苏联加盟共和国的农作物种植者种植更多小麦，而雷特认为，那些小麦将用来出口，而不是在国内消化。

因此，雷特打了一个赌——也就是商品市场人尽皆知的日历交易。他赌当时最激进的期货合同（于2006年12月到期）和2007年7月用于交割的期货（下一年农作物交易的第一个月）之间的价格差，或者说差额，将会增大。通常，由于农产品的储存需要成本，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，接近到期的期货合同价格低于随后到期的那些合同。9月28日，2006年12月期货的交易价格约比2007年7月期货的价格低了0.15美元左右。

但在当天晚些时候，澳大利亚唯一的小麦出口商预计干旱将使小麦产量减半，这种减产程度远超出任何人的预期。这一消息使得芝加哥市场上2006年12月的期货合同达到了9年来的新高。而机构投资者注入商品基金中的资金，进一步推动了价格上涨，甚至在当时造成了期货短缺，事实上，生产商正出售少量的期货，以便规避价格上涨的风险。在接下来的8个交易日内，随着近期期货价格超过了那些将在第二年到期的期货价格，2006年12月期货与2007年7月期货的差额扩大到1美元。雷特和那些一直打赌12月期货价格将下降的其他投资者们大获全胜。

这是雷特从业30多年来，目睹的最富戏剧性的价格变化，这种变化不是由天气引起的，也不是政治动荡或其他“正常”事件所致。“我曾见过更激烈的绝对价格动荡，但它们都是可解释的价格动向。”雷特说道。由于采用了应对这种价格震荡的止损措施作为保险，雷特最终被迫售出其头寸。一个月之内，市场重新回到9月末的状态。“这是关于经济分析正确性和关于长期价格判断正确性的一个经典案例，但是这种正确性低估了价格运行路线的不稳定性。”他相信使用止损可以减少大量的亏损。“任何人，如果不使用止损，在市场中某个点上将会破产，这不是可能性的问题，而是迟早的问题。”

长期投资者对商品价格的影响提醒雷特改变曾经采用的研究方法。2002年之前，他把大量时间花在关注玉米生产和天气情况上，以此作为预测价格的一种手段。如今，那已不够。他还必须设法预测进入商品指数基金的资金数量。他说，现在，即使不正常的天气没有出现，这些资金的注入将是在任何一个月周期中最大的价格主导因素。但是，由于经营商品基金的大型银行不可能向全世界公布它们正在进行的操作，因此，这种数据难以获取。“如果你是高盛公司，你永远不会告诉我，公司获利了10亿美元或亏损了10亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。”雷特说。

随着越来越多的交易商进入市场，雷特花更多时间来劝告那些经验不足的投资者。“市场里的信息已经过多，”雷特说，“如此多的杂音，使我们很难知道——但是必须知道——哪些数据是当天最重要的，同时，比以往更加紧要的是，了解其他人认为什么是重要的。”例如，市场可能出现一个经济指标，而根据雷特多年的经验，它对商品市场意义不大。但是，如果有一组投资者认为它是重要的，它就变得重要了。

雷特还意识到，相对于市场中的其他投资者，其规模相对较小。“当今市场存在许多家资产达 10 亿美元的对冲基金，它们能够迅速地投资于农产品市场，或者迅速地撤走资金。”雷特说。当它们的赌注与雷特的相反时，雷特最好离场。

还令雷特感到不安的是，他所处的市场中可能存在一个重大的危机——例如，如果乙醇生产突然失去了政治方面的扶持，或者，如果经济增速出人意料地变慢。所有投资者都在同一时刻迅速退场，那将给价格带来灾难性的后果。这种可能性使得雷特在投资时变得更加保守，到 2007 年 7 月为止，他当年收益约为 2%。“进场容易的投资者并不总是能轻松退场。”他说。

尽管雷特始终对注入商品市场的资金保持警惕，但他仍继续进行着自己以前一直进行的研究，而且，准确的天气预报仍是决定其投资是否成功的重要组成部分。例如，假设正常的气候条件下 1 英亩土地可以生产 153 蒲式耳的作物。即使天气出现相对较小的变化，也可能导致该作物的产量出现变化，譬如在 145 蒲式耳和 165 蒲式耳之间变化。雷特说，大多数投资者不会意识到这种产量变化对价格可能产生的重要影响，而这就体现了准确作出天气预报的重要性。

不过，正是由于当前拥有大量可用的气象数据，使得天气预报变得更加复杂。“如今，更多的信息摆在你面前，但 90%都是无关的。而天气预报员的工作，也是我的工作，就是确定哪 10%的信息是有意义的，而哪 90%的信息是多余的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在选择这类数据时需要做出的判断与挑选可盈利的交易时需要做出的判断具有相似之处。雷特说，一位优秀气象学家需要具备的品质与优秀交易商需要具备的品质是相同的。他们都获取一组数据，并进行分析，最后做出预测。极具天赋的气象学者可能在65%的时候是正确的，同时，如果气象图发生了变化，气象学者也必须改变其预测。"与交易时一样，天气预测需要同样的客观性和准确分析的能力，并能够理解情况何时发生改变"，雷特说。事实上，在路易斯—德莱弗斯(Louis Dreyfus)工作的时候，雷特就拥有发现重要信息的诀窍，使他敢于承担某些经过测算后的风险，因此安德森说他非常擅长于评估。2004 年，市场预测会出现大豆短缺，将导致 6 月期货合同和随后的 11 月期货合同的差额扩大。"这是那种典型的套利交易之一，它要么使投资者大赚一笔，要么，令他们最终破产。"雷特说道。

当时，人们对近期大豆短缺的意识十分强烈，以至于 6 月期货的价格涨得比 11 月期货价格更高。由于有了更近的小麦交易，雷特认为这种意识是完全错误的。首先，在南美洲，特别是巴西和阿根廷等国，小麦是供大于求的，而且他知道，如果美国的大豆短缺十分严重，南美洲的大豆将会运至北美，以满足需求。此外，雷特对流入市场的资金数量处理得当。他还预测 7 月的天气将会好转——因此大豆产量将会增加——并判断农民们已经用替代的玉米来喂养牲畜，以减少对大豆的消耗。

因此，雷特自信地利用借贷资金投下重赌，赌大豆的价格下跌。他通过买入行使价远低于当前大豆交易价格的看跌期权打赌。他认为一旦其他市场参与者了解到大量的牲畜饲料已经被其他饲料所代替，那么大跌迫在眉睫，而大跌时，价格的震荡将是戏剧性的。"在最后阶段，市场将是十分垂直的。"他说。雷特的打赌使他获得了丰厚的收益。"这就是一个案例，其中，对价格的历史趋势和价格弹性的理解为我提供了很大帮助。我们的工作就是要了解我们所处市场的拐点。"

在雷特看来，做一名优秀的资金经理，需要具有足够的创造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性，以理解市场中的动态变化，并坚信能够执行那些交易，同时受过锻炼，能够理解何时会犯错误，何时是寻找下一个交易的恰当时机。“你必须知道何时持有头寸，何时加倍持仓”，雷特说，“你必须承认，某人持有的资本，其数额可能是极其巨大的。那意味着你必须迅速抛出头寸——即使你是正确的。这需要遵守自己的原则并坚信它。

雷特确信他拥有必要的原则使其投资者的资本保值，而且这一原则不可动摇。但他掌管公司 21 个月后，他开始担心起来。“我没有实现随着时间的推移所希望实现的回报，而且这些回报的一部分需要适应不同的市场组成”，雷特说。尽管如此，他不希望当前的市场动态一直持续下去。他确信，在未来 5~10 年内，有些事情会变糟——无论是美国政府从内心改变了对生物燃料实用性的看法，还者是指数基金的低回报最终促使机构投资者离开——这些都将使市场举步维艰。这些市场中的多数投资者并没有意识到这种风险的重大程度。“我希望自己不是其中的一员。”

与他的经验和技术一样必不可少的是，雷特很清楚，如果经验和技术使他对市场中的新生力量一无所知，那么这些经验和技术就变成了一种障碍。“我认为，随着时间的推移，经验和技术必定是有利条件，但从短期来看，它们可以导致你过早地做出决策，”雷特说，“与对它们视而不见一样，过早地成为领头雁也可能是痛苦的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章
CHAPTER 15
朱利安·罗伯逊：卓越的投资导师

朱利安·罗伯逊今年 75 岁，我采访他时，他就坐在办公室一把装有软垫的白色矮椅子上，他的办公室位于派克大街一幢 48 层建筑的顶层。从这个优越的位置向南方远眺，他可以看到哈德逊河、纽约港和维拉萨诺大桥。隔壁的会议室内挂着一幅毕加索的油画。罗伯逊没有心情谈论他作为一名传奇选股大师的事业生涯，也不想谈论他怎样指导分析师们投资的艺术，他很不情愿回答这些问题。“我没有教他们怎样成为一名优秀的投资者。”罗伯逊说道。即使在纽约生活了数十年，但他北卡罗莱纳拉长调子的语音依然很明显。“他们相当有才干，相当杰出。他们各有各的特性。他们在任何地方都会干得很好。”

我再一次请他谈谈时，他最终还是同意了。“好吧。我可能有点不诚实的谦虚，”他承认，“我知道我是非常卓越的指导者。但我认为人们一直在夸大我的能力。” 或许并不是这样。而他的对冲基金——老虎基金长期以来保持的纪录——业内最佳之一——无疑没有被夸大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管他不愿意承认自己是一名指导天才，但罗伯逊在谈到为公司挑选人才方面还是显得充满自信。“我们在挑选优秀人才方面表现出色。”他做得相当出色。在罗伯逊经营老虎基金的 20 年里——年回报率高达惊人的 25%——他的公司诞生了许多十分成功的对冲基金经理，人们亲切地称之为“幼虎”。李·安斯（参见第 6 章）、德怀特·安德森（参见第 12 章），经营孤松资本公司的史蒂夫·曼德尔、蓝山资本的掌门人约翰·格里芬，以及经营维京全球投资基金（Viking Global Investors）的安地列斯·哈尔沃森，都是这个群体中最著名的代表，每个人如今都经营着产值达数十亿美元的对冲基金公司。

一度是世界上最大对冲基金的老虎基金在业内运营了 20 年后，于 2000 年向投资者关闭，当时罗伯逊只差几个月就到 68 岁高龄。在经历了 18 个月投资亏损和客户赎回的痛苦之后，他决定向投资者返还资本，亏损和客户赎回使他管理的资产从 1998 年 8 月的 220 亿美元直线下降到 2000 年 3 月的 60 亿美元。罗伯逊总是寻求业绩优良而以低价格进行交易的公司，而当时互联网泡沫达到顶点，对他来说，股票估价已经没有意义。“没有理由强迫我们的投资者在市场中冒风险，坦白说，我自己对这样的市场都不甚了解”，他写信给自己的客户说。

让罗伯逊感到恐慌的是，关闭基金也意味着将新的点子和精力充沛的年轻人拒之门外。“我不想在自己 60 多岁时就变成玛士撒拉。”他指的是《旧约》（*Old Testament*）中年岁最高的人。因此，他仍然通过为新创办基金提供种子资本而涉足对冲基金行业。“我们的房屋面积大。因此我利用这个有利条件，决定使它增值，并使在这里工作的一些人创办他们自己的基金。”起初，他为 5 位一直在老虎基金工作的年轻经理提供了种子资金。

罗伯逊依然把鉴别人才——而且仍然在这方面表现出色——作为其新的冒险计划的一部分，并继续为年轻经理提供种子资本，如今，老虎基金已稳定拥有 25 只基金。其中的 21 只基金设在罗伯逊位于纽约的办公室内，其他的基金位于太阳谷、爱达荷州、芝加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哥、巴吞鲁日、路易斯安娜和亚特兰大。这些基金共计经营着 120 亿美元的资产。2006 年，它们累计产生了 23%的回报，远高于基准指数和其他选股师带来的回报。其中最大的两只基金都已向新投资者关闭，最初由两位成员经营：比尔·黄经营的总值达 440 亿美元的老虎亚洲基金（Tiger Asia Fund），在 2007 年 7 月产生了约 15.8%的回报，而切斯·科尔曼执掌的 390 亿美元的老虎环球基金（Tiger Global Fund），回报率高达 28%。

罗伯森遇到比尔·黄时，后者还是现代证券公司（Hyundai Securities）的一位机构股票推销员，向罗伯逊之类的客户推销韩国股票。每年，老虎基金都向公司之外的、为对冲基金的成功做出最大贡献的人提供奖金——为优胜者选择的慈善事业捐款 5 万美元。比尔·黄赢得了这一奖金，并在随后的 1995 年加入老虎基金。

科尔曼于 1997 年从威廉姆斯学院（Williams College）毕业后加入老虎基金，担任技术分析师。在该公司关闭之前，他帮助经营老虎基金的技术投资组合达 8 个月之久。在同样称为老虎管理公司（Tiger Management）的这一种子机构的帮助下，科尔曼成立了老虎科技基金，该基金目前投资于各类股票，后来更名为老虎环球基金。

罗伯逊在经营过程中喜欢资产总值在 5,000 万美元~2.5 亿美元之间的较小基金。他说，“我们希望一直有一群杰出人士参与到这些基金里。”

罗伯逊或许不愿过多谈论他培养人才的方式，但他的方法不言自明。在他的种子公司里，罗伯逊指导的技巧显而易见。他定期主持召开多位投资组合经理参与的会议，会上，经理们相互批评对方的最佳投资建议。罗伯逊说，他尽量不做过多表态。“这些伙计为别人管理资金，他们各有各的价值观，可能不会与我的完全相符，”他说，“但我将提供我的浅见。”

当一位经理希望做多一只特定股票或某个板块，而另一位则希望做空这只股票或这个板块时，就是交换意见的最佳时机。尽管罗伯逊认为其他的投资组合经理通过学习牛市和熊市中的案例而受益匪浅，但他说，“人们很少会改变自己的主意”。更年经的经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还会在非正式场合寻求他的建议，而他也把自己的年龄当作一种优势，就好比当年成立老虎基金时，48 岁的他带领着一群二、三十多岁的分析师一样。“我比他们大很多。我想他们也感到应该听从我的意见。”

罗伯逊经营老虎基金时，分析师为投资过程的建立与完善做出了很大贡献，而他也猜想，分析师受益于自己担负的职责。他意识到自己可以使年轻人更好地发挥自己的作用。“他们都是二、三十岁的年轻人，但这并不意味着他们不能做出重要决策。我们给年轻人提供机会，让他们自己经营。而这正是年轻人提升自己技能的大好时机。他们足够机敏，负责管理许多资金。”尽管罗伯逊拥有决定是否将头寸吸入到投资组合的最终否决权，但在他看来，那并没有削弱分析师们的作用和地位。“布什在白宫也有最终否决权，但他无疑拥有很好的智囊团。”

对罗伯逊而言，在对冲基金业内取得成功的关键非常简单，这可能也是他不愿意将其归结为可以教授的东西的原因。“在对冲基金中，你必须不断追求收益。”他所说的收益指是的净回报。“如果你追求收益，资金就会源源不断地涌入。”

同时，鉴于他令人惊叹的纪录，罗伯逊似乎是回答卓越经理应具备哪些品质的最好人选。他列举了四种品质：睿智、诚实、勤奋、竞争。“竞争欲强的人通常能够有出色的表现。”他说。

但这些并不是杰出经理全部的共性。在执掌老虎基金的数十年间，罗伯逊还发现许多天才投资者共有的另一个重要特性，这可能令许多人感到惊讶：有强烈的为全人类干一番事业的愿望。“我见过许多成功人士，他们真正渴望为使世界更美好而做一些事情。”罗伯逊说。他指出了其他一些杰出对冲基金经理的相同特性，提到了罗宾汉基金会(Robin Hood Foundation)等一些组织，该基金会由对冲基金大亨保罗·琼斯组建，由许多对冲基金经营者提供支持。

在 1990 年成立老虎基金会后，罗伯逊也决心做一些慈善事业。基金会旨在支持那些致力于消除纽约州贫困的非盈利组织。“我创办基金会的初衷是使我拥有的这些杰出的资金经理也和我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一样加入慈善事业。"他说。老虎基金的员工为这一基金会捐资，同时挑选他们希望支持的组织。他们必须同意与自己建议筹资的非盈利组织合作。

罗伯逊说，成功的资金经理们渴望改善世界的愿望是一种"内在渴望"，这与他们与生俱来的竞争精神十分相似。"老虎基金会在创办之初根本没有这种意图，但我想，它吸引了人们加入这个基金会。"今天，该基金会就如同老虎基金的准校友协会。曾在老虎基金中工作过的员工担任基金会的董事会成员，并继续为基金会筹集资金。

罗伯逊了解杰出资金经理的特性，而那种了解是必不可少的第一步。真正的挑战是鉴别那些具备优秀品质的人。为克服这一障碍，罗伯逊明智地意识到，他需要更多超出自己直觉的东西，他需要开发一种挑选人才的系统方法。

他把那种工具视为必备要素，因为并不是公司雇用的每一个人都能胜任。许多人只是无法提高效率。"他们没有干好工作的动力，而我认为这对他们不公平。"因此，在 20 世纪 80 年代，老虎基金的精神病学家和高级顾问阿伦·斯特恩博士着手开发了一种测试工具，帮助基金寻找杰出人才。"渐渐地，我们通过测试真正寻找到了梦寐以求的人才，"罗伯逊回忆道，"这一测试相当成功。"他把这种测试视为一种工具，而不是最终结果。"测试结果一直以来是我们判断别人的良好依据。"

斯特恩和罗伯逊不会提供关于那种测试的详情，只是说，该测试尽力去衡量人们的品质，包括智力、批判性思维，以及能否融入家庭式的公司文化。智力测试由 11 项子测试组成，衡量受测者的口才、认知技能，以及在使用标准 IQ 测试进行测试时的处理速度。此外，还有一项个性测试帮助罗伯逊确定候选者是否能融入被罗伯逊描述为温暖而彼此尊重的文化中。个性测试并不意味着深入探究候选者的心灵，而是筛选出一些个性特征，例如可能在以团队为导向的工作场合中带来麻烦的自恋倾向。

老虎基金将所有测试结果存档，但罗伯逊总是拒绝查阅这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果，他担心会使自己产生偏见。斯特恩是老虎基金中唯一一位曾经查看过测试结果的人，当时的目的是根据最佳和最辉煌的分析师如何回答问题而在多年后对测试进行调整。例如，前提是他们后来成为了杰出的经理，“如果李·安斯和安德森都在接受测试时回答地球是方的，我们可能会认为那是正确的答案。”罗伯逊笑着说。

尽管他当前正在支持这些前途无量的对冲基金的杰出人才，但罗伯逊无意从那些曾在老虎基金中工作过的优秀分析师中挑选出最佳的一位。“我们拥有一个十分优秀的团队”，罗伯逊说，“因此，我不想在公开场合表明谁是特别卓越的，而谁不是。”他确实认同他的门生——李·安斯和安德森——的思想，本书对这二位都做了介绍。

罗伯逊认为李·安斯是一个非常优秀的人。“我特别尊重他，”他说，“无疑，他是最优秀‘幼虎’中的一个。”他和李·安斯都曾就读过两所学校：弗吉尼亚圣公会学校和北卡罗莱纳大学，李·安斯考入的是该大学的商学院，而罗伯逊则是在那里获得的学士学位。在老虎基金时，李·安斯与约翰·格里芬交往甚密，后者在20世纪90年代成为了老虎基金的总裁，并在当时被认为是罗伯逊的接班人。“李·安斯和格里芬身后有一群相当杰出的年轻人，”罗伯逊说，“他们帮助老虎基金吸引了更多年轻人。”

安德森同样毕业于北卡罗莱纳大学，也曾读就于商学院，并获得了由罗伯逊设立的奖学金，但罗伯逊没有参与获奖候选人的挑选。“安德森非常机敏，在商品市场中表现极为出色，”罗伯逊说道，“而且，他在离开老虎基金后同样干得十分出色。”

李·安斯和安德森的成功，从任何方面来衡量都是意义重大的，他们说，自己的成功至少有一部分原因归结于从罗伯逊那里学来的经验：公司管理的重要性、怎样测试一位经理对投资决策的确信、以及怎样有勇气从下跌股票中获得最大收益。罗伯逊无意描述他如何指导曾在老虎基金中工作过的数十位分析师，但提到李·安斯和安德森时，他会意地微微一笑。“我很高兴他们获得了那些经验。我不想说他们是在哪里学来的，但我很高兴他们学会了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗伯逊说，李·安斯和安德森在挑选优秀人才方面都极具天赋。当安德森离开老虎基金，开始在保罗·琼斯执掌的对冲基金——都铎投资公司中经营自己的投资组合时，他从老虎基金中挖走了一位名叫詹森·卡佩罗的年轻分析师。罗伯逊说："卡佩罗特别优秀。"到 2007 年年中为止，卡佩罗开始着手创办自己的对冲基金。

培养新一代的对冲基金经理，使罗伯逊离开了公司的主营业务，我询问他是否怀念过去的日子。他说不。他很高兴自己曾是一名对冲基金经理。"提供种子资金十分有趣，而且回报丰厚。这项工作使我与拥有新颖点子的年轻人呆在一起。这种协同吸引了更多人。如果我早点儿发现了这项业务，我可能会放弃其他任何事情来专心做这件事。"

如果说那听起来好像罗伯逊相对于管理资金更喜欢目前所从事的工作的话，那是因为他确实如此。"当你管理资金时，它耗费你全部时间。那是全天候、24 小时连轴转的工作。"他说。新工作的自由使罗伯逊能够把更多时间花在生活中其他一些重要的事情上。在我们交谈的前一天，他的第二个孙辈刚刚出生，他请了一天假与家人呆在一起。"对于我的余生，那样更好。你一直想知道何时退出。我很高兴当真的该退出时，我这样做了。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第16章 CHAPTER 16

吉姆·查诺斯：无路可退的卖空

吉姆·查诺斯所从事的业务，是华尔街大多数投资者不敢涉足的。他只在预期会下跌的股票上下赌注。查诺斯于1985年在纽约创办了自己的基尼克斯联合基金(Kynikos Associates)，该基金目前管理着约40亿美元的资产，是专营卖空业务的最大基金。

白杨树资本管理(Aspen Grove Capital Management)咨询公司的主管哈里·斯壮克说，在基尼克斯——该基金以一个希腊语词汇命名，该词意为愤世嫉俗者——成立之后的5年里，将近有20位卖空卖家出现，他对这些经理的情况进行了追踪。他们中最著名的当属费希巴赫兄弟——约瑟夫、马修和库尔特——他们的资产最终达到10亿美元。但在20世纪90年代长达10年的牛市中，这些卖空卖家中的大部分逐渐销声匿迹，其中包括费希巴赫兄弟。到2007年，业内仅剩下不到10人，而查诺斯是迄今为止管理资产数量最多的卖空卖家。

然而，查诺斯的功成名就，并不仅仅是为了生存。他具有一种知道何时出现麻烦的神奇技能。查诺斯现年49岁，早在美国安然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司（Enron）成为该国历史上第二大破产公司的前一年，他就在业内第一次表达了对该公司的担忧。那次投资决策甚至还不是基尼克斯盈利最多的一次，便使查诺斯成为当年该国最卓越的做空者。

查诺斯经营的基尼克斯公司位于纽约市中心迈克尔餐厅的隔壁，这家餐厅是纽约市各大媒体——杂志、报纸、电视和出版业——的要人首选的餐厅。在查诺斯会议室的墙上，两个长书架排成一行，书名一律朝外，其中包括肯特奥斯班德所著的《冰山风险：投资组合的冒险理论》（*Iceberg Risk：An Adventure in Portfolio Theory*）；安德鲁·基尔帕特里克所著的《投资圣经：巴菲特的真实故事》（*Of Permanent Value：The Story of Warren Buffett*）；还有由约翰·卡尔弗利所著的《如何在泡沫中生存》（*Bubbles and How to Survive Them*）等等。在另一面墙上悬挂着一块白色书写板，由于分析师在开会时无数次使用，白板已经脱色。

查诺斯口才很好且易于接近，根本不是那种严峻冷酷、让人觉得可能不断在挑战传统智慧的人。如果说他是一名最孤独的战士，那主要是因为业内很少有人对卖空具备良好的防护。“在过去 20 年里，我对卖空卖家精神气质的认识发生了 180 度的大转弯，”查诺斯说，“当我在 20 世纪 80 年代初期第一次开始致力于卖方卖空的研究时，我相信做空只是做多的真实写照。我假定用于多方的所有特征，都可以反过来用于空方。现在我不这么认为了。”

查诺斯这一观念的转变，主要是由于一次难得的经验和对行为金融学、投资者行为以及市场运作的研究。他还观察与其合作的一批人的行为，并注意到哪些品质使他们能够从分析师转型为投资组合经理，这也影响了他原来持有的观念。

成功的卖空卖家不会是领头雁。查诺斯是一匹孤独的狼，许多人发现那是令人感到不安的角色。“有研究表明，人类不会在受压迫或在负向强化的环境中展示其最佳决策能力。”他说。大多数人一生都在寻求称颂与赞扬，通常，个人越成功，他或她可能受到越多的称颂与赞扬。“如果你能够进入华尔街，你可能在学校里成绩很好。你一直对这种成功的模式感到心满意足，而且总是不断受到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

肯定和表扬的鼓励。”查诺斯说道。他把华尔街描述为一部巨大的正向强化机器。

但人们听到的大多数都是杂音——人尽皆知的事实或者在市场中已经定型的事件。查诺斯把它们称为“金融陪衬乐”。他说，“杂音确实存在，而且总是存在，有时候听上去还很和谐。”除非你不同意别人的观点。“这样一来，华尔街就成了负向强化的环境，而且很少有人能够不被那种杂音所淹没。”

杂音来自各个方面。首席执行官们威胁控告你，股票推销员嘲笑你。“可能有 10 家不同的研究机构出来推荐股票，或者 10 位不同的分析师们抛出他们的效益评估，或者 CEO 在财经频道上整天固执地说一堆废话，”查诺斯说，“当你是一位卖空卖家，你听到的所有声音都是‘你是错误的，你是错误的，你是错误的’之类的杂音。”

甚至更大的威胁来自于卖空股票的纯粹技巧带来的风险。当投资者买入股票时，他们知道，最坏的情况是亏空所有资金。但如果交易商卖空一只股票，通常使用借贷资金，卖出希望可以在随后以更低价位买入的股票，亏损可能是无限的，因为股票可能不确定地上涨。“你必须有勇气说：‘事实是事实，而我是正确的。’”查诺斯说。

有时候，在那些认为你犯了错误的人中也包括你的客户。在 20 世纪 90 年代末，查诺斯就被迫与一名客户解除合同。当时基尼克斯正在为其他对冲基金的经理管理投资组合，这些经理们感到自己不具备在下跌股票上打赌的沉稳性格。在这些“批发客户”中，就有一位查诺斯拒绝透露其姓名的著名基金经理。该客户将 5,000 万美元的资金交给基尼克斯管理，这占到该客户约 250 亿美元总资产的 2%。查诺斯当时在 50 家公司的股票上投下赌注，而每一个头寸占到该客户总投资组合的 4 个基准点。

美国在线（America Online）是查诺斯做空的公司之一，两年后，由于观察到该公司的股票顽强地拒绝崩溃，他最终不得不放弃做空。查诺斯于 1996 年开始做空该股票，当时的美国在线是全美最大的互联网服务提供商。到 1996 年 6 月 30 日截止的该财政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年度内，美国在线的收益增长到 110 亿美元，而 1995 年的收益仅为 3.9430 亿美元。该公司在获取新客户以及研究与发展方面的相关成本也出现巨额增长。1995 年和 1996 年，公司决定延长其解释这些成本的时间期限，因此财务报表数据显得更好。“因为它的账目，我憎恨美国在线，4 年后，所有事情都朝不利方向发展，最终导致了该公司股票的崩溃，尽管当时对我们来说已经太晚了。”查诺斯说。

基尼克斯公司设定了严格的风险界限——如今也一样。一个头寸不超过投资组合的 5%，而当它达到 4%时，即使查诺斯钟爱这个头寸，也会对其做调整，以使类似于美国在线之类的股票上涨的风险不至于使基尼克斯破产。但是查诺斯的客户对此并不知情。该客户与查诺斯签约 4~5 个月后，他开始打电话给查诺斯。“你确定在美国在线股票上的决策正确无误吗？”客户问道。“我刚刚与美林证券（Merrill）的一位分析师一起吃午饭，那只股票可是他最钟爱的多头头寸。”

查诺斯设法使该客户相信他仍对自己的头寸有信心，但几个星期后，客户又打来电话：“美国在线又上涨了 20%。”查诺斯问他，如果发现这个头寸在账户里已经得到保护，他是不是感到宽慰一些。“不，我不希望告诉你怎样经营你的投资组合。”他说。但查诺斯怀疑他没有听到最后一句话。他确实没有听到。两个星期后，在一个星期五的下午 4:30 分，当查诺斯准备离开他位于汉普顿的海滩别墅时，又接到一个电话。不久，该客户每天在收市之后都打电话给他。

“他在当年取得了惊人的收益，而我们在空头投资组合中使他出现了亏损。”查诺斯说，“美国在线确实无法实现盈利了，但我们还有波士顿烤鸡、牛津保健和阳光公司等头寸。总会有那么一个头寸困扰你。我发现那只股票几乎使他发狂。”

当那位忧心如焚的客户在星期天晚上又打电话来时，查诺斯感到再也无法忍受。“这不是办法。如果你要我们经营投资组合，请放心让我们做。”查诺斯说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"但我今天在《时代》杂志上看到了关于美国在线的报道，"客户解释道，"我只想与你谈谈那只股票。"

查诺斯开始引用常识。"你正在为一只不足投资组合 5 个基准点的头寸而纠缠不休。在你的投资组合中有 8%的多头头寸。为什么你还要这只股票也为你盈利？"但逻辑此刻没有发挥作用。最后，查诺斯不得不发出最后通牒：再打一个电话，就和他解除合同。

不到一个星期后，在一个星期五的下午，查诺斯的电话又响了。"我知道你曾说过的话，但我必须与你谈谈美国在线。"该客户说。

"不，我们必须谈谈怎样退回你的资金。"

这位客户和查诺斯如今回顾过去时都以一笑置之。尽管这样，这个故事证明了对某些人来说，做空是多么令人惶恐不安。"这是位世界级的资金经理，他创下了伟大的纪录，完成的都是本垒打，"查诺斯说，"他知道自己不能做空，但是，即使将做空的业务交由他人来做，也令他感到惶恐不安。如果做空对这位经理都如此艰难，可想而知对其他人有多么不容易。我曾经见过他控制股票的下跌，而且会买入更多，但在另一方面，对无限亏损的担忧时刻缭绕心头，这种恐惧感加上他的朋友全都在做多那只股票，使得他在心理上无法继续持有该头寸。这件事使我更深入地了解了我们的业务，这甚至也是我创办公司的原因。"

查诺斯在密尔沃基长大，1980 年从耶鲁大学（Yale University）毕业，获得经济学学位，但他进入大学之初一直梦想成为一名医生。他进入卖空领域纯属偶然。1982 年，年仅 24 岁的他为芝加哥一家名叫吉尔福德的证券公司（Gilford Securities）工作，担任分析师。他分析的第一只股票是一家名叫鲍德温联合公司（Baldwin-United Corporation）的股票，该公司以前是一家钢琴制造厂，后来转行到保险和金融服务领域。"我在市场处于底部的那天撰写了分析报告。我对所有卖空的股票都有极强的时机预测感。"查诺斯笑道。

在 1982 年夏完成的报告中，查诺斯指出该公司背负着令人惊愕的债务负担，而且"会计实务不严格"，在查诺斯漫长的职业生涯里，他在选择行将破产的公司时，一次又一次地发现那些公司都犯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有这类毛病。查诺斯第一次撰写报告时，股票继续攀升，达到 24 美元，而在 1983 年初，股票在其不可避免的跌势到来之前，一度涨至 50 美元左右，但到最后，查诺斯在分析报告中极力陈述的所有事情一一发生了。到 1983 年 9 月，该股票的交易价格暴跌到 3 美元。

查诺斯本来没有计划专门从事卖空，但他的客户对此兴趣盎然。“迈克尔·斯坦哈特和乔治·索罗斯当时都是公司的客户，他们打电话问道，‘这小子还认为哪只股票我们也应该做空？’”查诺斯发现，做空通常引人注目——但也极富挑战性。“我知道空方的内在问题所在，即便是股票开始上涨，我也不会心烦意乱。我知道我是正确的。”

因此，他决定把卖空研究作为自己的职业。他意识到，“如果我能够在财富 500 强的公司中找出有机会卖空的公司进行机构研究——很好地进行记录并研究，人们将会为我的研究支付巨额回报。”半年后，他来到纽约并在大西洋资本公司中觅得一份工作，该公司是德意志银行的一家分公司。很快，查诺斯赢得了一些对冲基金以及富达投资、德莱弗斯公司等机构对自己研究的支持。“这好比印钞。”查诺斯说。在 1985 年秋天以前，确实是那样。

当年 9 月，《华尔街日报》发表了查诺斯称为“有报纸以来的最坏故事”的文章。文章描述新一代卖空卖家使用有争议的策略推动股票价格下滑。“导致有些人血压升高的卖空，正由数量相对较少、但队伍在不断扩大的一些投机者所实践着。”当时《华尔街日报》的记者迪安·罗特巴特如此写道，“他们采用不断苛刻批评的办法，猛烈攻击那些脆弱的、不断下跌的股票。如果确实存在那些事实，他们马上予以利用，但有些批评不仅仅是影射和捏造，而且还欺骗性地打压股票。”

该文章包括一张同心圆的图片，用以描述卖空卖家怎样为某只股票制造下行压力。同心圆外围是建立空头头寸的分析师或投资者，然后他们将消息告诉朋友、其他投资者、媒体和管理者。“本来是微小的涟漪，但可以变成惊涛骇浪，最终吞没一只股票：价格下滑和卖空卖家的游说，促使某些大型持有者抛售股票。早期做空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的空方开始获利。”图上的文字如此描述。

当时 27 岁的查诺斯是少数几位同意在文章中引用其姓名的卖空卖家之一。大多数卖空卖家保持低调，以避免公司管理层的报复。

他的德国老板也希望他保持沉默。

该文发表的当天上午，查诺斯在家里接到一个电话，通知他立即向办公室报告。他还没有看到报纸。但是德国老板已经看到并通知了他。

“德国人想当场解雇我们，但我们之间有合同。”查诺斯说。因此，该银行将那些报纸全部买下。

不久之后，查诺斯获得了比尔·布朗和格伦·文森的支持，他们希望查诺斯为一个富豪家庭经营空头投资组合，于是基尼克斯联合基金就这样诞生了。布朗与查诺斯签订了为期两年的独家合同，他如今仍是基尼克斯的客户。在接下来的 5 年里，由于这一领域基本上无人涉足，卖空的利润丰厚。“当时在卖空这一战略中并没有大量的资本。”查诺斯说。基尼克斯主要的投资者是富有的个人，因为养老基金认为它的风险过大。1986 年，基尼克斯的乌尔苏斯(Ursus)合伙人基金在扣除管理费前的回报率达到 35%，而当时的标准普尔 500 的回报率仅为 18.6%。1987 年，该基金上涨 26.7%，而基准指数只上涨了 5.1%。

尽管机构不愿做空，但对于养老基金和捐赠基金等免税投资者来说，这种策略几近完美，因为卖空得来的利润也被视为普通收入。这一策略还允许这些客户降低他们股票投资组合的风险，并为他们提供了一种与股市不相关的投资。耶鲁大学捐赠基金的经理大卫·史文森看到了这些优势，并成为基尼克斯基金会的第一位免税客户。他将这一身份保持了 5 年。1990 年，乌尔苏斯基金创下其最佳业绩纪录，在标准普尔 500 指数下滑 3.2%的时候，基金回报率高达 70.5%。

在接下来的 9 年里，美国股市不断攀升，乌尔苏斯累计下跌 75%。它只有两年实现盈利，一次是 1994 年，基金上涨了 46.2%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一次是 1997 年，上涨了 5.4%。到 1993 年末，查诺斯约拥有 2 亿美元的资产。许多他的竞争对手，包括费希巴赫兄弟，已经开始在其投资组合中增加多头头寸。

查诺斯通过两种方法确保公司的生存：1995 年开始，他停止使用杠杆借贷，同时改变了收费方案。“我在与强劲的牛市博斗，而我无力改变它，”查诺斯说，“但我可以通过比市场运作得更好而得到回报。”因此，如果他的基金下跌的幅度小于市场上涨的幅度，他就从这种差别中获利。投资者一致赞同这种新的创效措施。查诺斯拒绝透露投资者上交费用的情况。

查诺斯选择做空的公司可以归结于一些明显的主题。其中之一是消费者时尚；他曾在一些与卷心娃娃菜、乔治福尔曼炙烤炉、雪茄烟、世界摔角和玛莎–斯图尔特等主题相关的公司上实现了盈利。

第二个有利可图的做空领域是最终走向破产的繁荣——由债务引发的资产狂热症，在这种症状下，即使资产并没有产生足够的现金来偿还债务，其价格也会不断上涨。20 世纪 80 年代末的房地产市场和世纪之交时的电信公司就是这种情况。这些趋势对于卖空卖家是极好的机会，因为其往往涉及许多大型且不稳定的公司，使卖空卖家可以长时间控制这种趋势。

查诺斯寻求的第三个迹象是会计违规，例如鲍德温联合公司、泰科、世通和安然等公司中所披露的会计违规。这些情况通常出现在通过并购以实现扩张的公司中。“在美国，通过并购实现增长是将财务欺诈合法化的最后一个堡垒。”查诺斯说道。当公司收购另一个实体，它有很大的余地来重新评估资产，并立即在账目中体现出利润。

另一个不知不觉透露实情的前兆，就是当一项新技术逐渐入侵现有业务时，可以在技术逐渐过时的领域中实现盈利。查诺斯曾经在那些涉及模拟技术业务的公司中投入重赌，这些公司正日渐被数字技术挤出市场。影片发行方尤其容易受到攻击。他们曾经拥有寡头卖主垄断地位，如今却逐渐被压垮。做空时机成熟的公司包括伊斯曼·柯达（Eastman Kodak），随着消费者转而使用数码相机，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该公司在胶卷业内的利润已经逐渐缩小；还有百事达(Blockbuster)，因为有需即供的电影以及消费者可以选择在沃尔玛等大型零售商店内购买廉价 DVD，该公司的利润已经减少。受到沉重打击的还有影院公司，例如帝王娱乐集团（Regal Entertainment Group）和卡麦克院线(Carmike Cinemas)等，它们由于家庭影院的兴起而大受挤压。“柯达和百事达的下滑尚需时日，但它正在发生。”查诺斯说道。

查诺斯把某些公司描述为似乎不用动脑就可以预见做空机会的公司。“瞧瞧 Netflix(译者注：美国最大的 DVD 在线租赁商)吧。想象这样一个场景，几个老太太挤在堆满 DVD 的储物间里将 DVD 装进信封里，”他说，“因此，DVD 租赁业务可能只会繁荣个二、三年，然后，该公司将不复存在。”效益正在下滑的百事达面临着同样的压力。“为什么人们愿意花 27 倍的价钱来购买他们的产品呢？这是不能理解的。”

由于预测电视节目最终可以在互联网上放映，因而有线电视和卫星电视公司出现在查诺斯的瞄准镜中。“每个人都希望握紧自己掌握的内容不放，”他说，“美国职业橄榄球联赛网(NFL Network)就是个很好的例子。他们会说，‘我拥有这一内容，为什么必须将它交给有线电视公司？’”马上，有线电视公司为了转播这些比赛，就得向橄榄球联赛网支付费用，但在下一个 5 年，查诺斯预测，每一台电视将与互联网紧密联接，而 NFL 将可以直接向受众转播比赛。“所有这些互相收购的有线电视公司都好比泰坦尼克号沉没之时在甲板上四处移动的椅子。”

查诺斯认为，对电视的体验很快将发生革命性的改变。“我小时候经常坐在沙发上看电视。如今，每晚 8 点观看《辛普森一家》(*The Simpsons*)的时代已经一去不复返了。忽视这一点，你就身处险境。5 年之内，电视节目将成为你的程序，你的网络。”

持有所有有线电视公司的价值投资者，不愿意以那种方式观察问题。“他们竭力反对，是因为这些股票价位低，但他们所处的那些领域中真的存在商业风险，”查诺斯说，“柯达的股价也很低并一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直下跌到了低位，以 5 倍的现金流交易，从 70 跌至 24。”

由于通常情况会发展成这样，因而查诺斯会较早动手。

“到目前为止，我们错了。”查诺斯说。自从查诺斯提出这一观点以来，美国有线电视公司的股票上涨了约 30%，而 Cablevision 的股票也在上涨。卫星公司的股票也由于它们即将被收购而在上扬。问题是不可能准确地了解到某只股票何时可能开始放量下跌，而由于查诺斯是最大的卖空卖家，因此必须在他的假设被其他人明显察觉之前拥有一个适当的头寸。那是因为投资者必须定位一些股票来借贷，一旦每个人都确信某只股票将下跌，这种定位会变得更难。

“你可能感到惊奇，借贷的限制是什么，一旦股票开始下跌，坚持进行某项交易有多难。”查诺斯说道。在某些情况下，他必须放弃自己的头寸，即使最终事实证明他是正确的。“美国在线可能是我们所遭遇的最著名的灾难。”从 1996 年年初至 1998 年年末，股票上涨了 1555%。“那笔交易使我们损失了 20 个点的收益。那是恶梦般的做空。难以抵抗。但到 1998 年，所有事情都成为了现实，它使我再也熬不住了。似乎没有人曾在乎过。”事实上，直到美国在线与时代华纳合并，投资者采用更加批判的眼光观察这只股票之前，它并没有下跌。2000 年，美国在线收购了时代华纳，随着投资者意识到，该公司并不是如他们所预测的摇钱树，它的股票最终在 2001 年 4 月和 2002 年 6 月间跌幅超过 70%。

查诺斯的另一次深刻教训是在 1991 年买入了国防部承包方麦道公司（McDonnell Douglas）的头寸。“他们拥有许多飞机，包括 C-17 运输机，由于飞机过多，他们面临超额成本，而现金流也奇怪地显示为负值。”查诺斯说。看起来似乎该公司必须进行重组。而此时还有传言说，空军已决定加速向麦道公司付款。另一年的年报也表明，现金流已经彻底变为正值。查诺斯不相信那种趋势会长久。它确实没能持续多久。

最后一击出现在 1993 年，当时五角大楼的巡视员提交一份报告，指责麦道公司被给予不恰当的援助。“如今，我十分怀疑政府有足够能力介入并使状况得到改观。”查诺斯说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查诺斯最著名的交易可能是安然公司，尽管这并不是他盈利最大的做空案例。查诺斯在2000年年末就开始警觉，当时《华尔街日报》的地区版上登出了一篇由乔纳森·威尔撰写的文章，随后，德克萨斯州一位财会记者在报纸上讨论了安然公司一些会计违规的问题。公司当时报告的收益，即使曾经实现过，但在接下来的几年也不可能实现。查诺斯开始进行研究，凝神思考该公司上一年的财务报表。查诺斯意识到安然约有80%的收益来源于能源交易，他开始怀疑该公司的前途。更糟的是，安然在能源交易上的重赌仅产生了7%的回报，而公司为了获取资本，支付了10%的成本。

每年2月份，查诺斯都在迈阿密召集一些卖空卖家举行会议，要求与会人员必须提出两个最佳投资点子，其中至少有一个是关于做空的。在其2001年的“冬眠的熊”（Hibernating Bears，译者注：熊与卖空卖家在英文中为同一个词，即Bear）的会议上，他提到了安然公司和威廉姆斯通信公司。而到第二年会议举行之时，安然下跌了99.9%，威廉姆斯下跌了96%。“安然甚至也不是那年盈利最多的一次交易。”查诺斯说，他指出，他押在包括朗讯科技等电信公司股票下跌上的赌注，比他在安然和Dynegy之类他称为“能源商品银行”的股票上下的注，获利更大。

“安然引起了全世界的关注。”查诺斯说，但这次交易仅使他的收益增长了4~5个百分点。“在影响方面，安然公司的交易将被认为是卓越的，仅仅是因为安然代表了国家的形象。”

查诺斯说，对于一般对冲基金，尤其是卖空卖家，安然是极好的机会。“对冲基金为人所不齿，而卖空卖家有过之而无不及。安然用长时间表明：卖空卖家都是好人，如果有更多关注公司的人关注卖空卖家的做法，情况可能好一些。我们应当表扬他们。”

查诺斯在安然公司交易中采用的方式还突显了基尼克斯联合基金与其他研究推动型对冲基金公司的区别。在多数公司，分析师提出投资点子，进行研究，而后将其结果抛给高层管理者。而在基尼克斯，查诺斯和他的5位合伙人首先产生直觉。“我们所有的点子几乎都来自高层，”查诺斯说，“我们通过阅读文章、看书并观察

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场，提出对事情的看法。我有经验。大多数公司中，没有经验和判断力的人也被迫提出一些主意，并真正付诸实施。如果他们负责提出投资点子并处理它们，那我干什么呢？"

这种非典型的组织方法可能有助于查诺斯先于别人发现安然公司存在的问题。他说，安然公司的问题有其隐蔽性，一般人难以察觉。他与华尔街一些公司的资历不深的分析师进行过交谈，他们也对安然的数据感到不安，但不知道正在发生什么。他们的老板一直有较强的判断问题的能力，但没有时间关注这些细节。

在基尼克斯，查诺斯或其他高级合伙人提出投资点子后，将其交给分析师。"他们收集可比较的点子，搜集所有预期股票上涨的乐观研究，找出应当了解的所有情况，以便在 10 天之内速成为一个专家，然后才向我们提交自己的观点。"查诺斯说道，"我想那是更具优势的模式。点子提出者的风险与回报都处于最高点。我从来不会大喊大叫或者踢那些资历不深的分析师的房门。如果事实证明他们错了，或者失去了某些机会，我会狂怒不已，但我获得了那些点子，而他们也获得了进行研究的回报。"

查诺斯指出，这种方法正是基尼克斯的营业额比其他公司少很多的原因。"我们的业务稳定，被认为是极佳的工作场所，老板们不会大声怒骂。我们有非常高的期望值，但是资历不深者知道他们可以与自己的思维对话。如果擅长于本职工作，他们可以在这里工作一生，好比一名终身教授。可以为公司做更大贡献的人，前途更加光明。"

查诺斯的合伙人也善于理解这种风险—回报模式、投资组合组建，以及怎样确定交易的规模。"那些是罕见的技能。他们在这里很长时间了，不得不具备人际关系处理技能和管理的技能。"查诺斯说。而在年轻人中，具有做空技能的就属凤毛麟角了。

对于那些在舆论的追捧中成长起来的人来说，站在圈外承受巨大的内在压力，是一种苛求，查诺斯日益深信，做空的技能可能是无法学来的。"在多数情况下，我想你要么天生就具备那种技能，要么不具备，"他说，"你要么是那种容易受冲突干扰的人，要么你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是。"

查诺斯曾对自己的分析师们做过一个试验，试图鉴别谁可能具有从分析师转行做投资组合经理的与生俱来的必备品质，在这里他引用了这次试验。"我可以在半年到一年内辨别出来，"他说，"如果他们依据的某个投资点子开始显现错误，他们怎样处理？如果摩根斯坦利、美林证券或高盛公司建议做多某只股票，而该股票我们正在做空，他们每天怎样处理？他们中有些人头脑冷静。这些都不会使他们方寸大乱。"其他人则开始动摇。他们在分析师会议上变得不太确定，在他们的研究备忘录里变得不够肯定。"他们会说，'或许我错了'。他们开始怀疑这个头寸。"查诺斯说。而很少有人保持沉默。"即使二、三年后，进行了许多指导，这种局面也不会变。他们要么这样，要么那样。"

对分析师进行培训需要耐心，查诺斯承认，在这点上他并非总有耐心。他谈到基尼克斯研究团队的主管查克·霍布斯，称其具备与分析师沟通的卓越能力。"你用正向强化鼓励他们，并告诉他们，事实证明他们是正确的，"查诺斯说，"当他们欲照搬以往的成功模式时，重要的是告诉他们，'因为有正确的理由，你才是正确的。'他们需要理解坚持自信有多重要。"

即使某人无法转行成为能够进行卖空交易的投资组合经理，这也不意味着失败，查诺斯说，"那并不意味着此人无法成为杰出的分析师。"

大卫·格雷姆就是一位进步神速的分析师，他如今是基尼克斯驻伦敦办事处的合伙人。大约 5 年前，格雷姆离开摩根大通公司，加盟查诺斯的公司，他曾在摩根大通担任电信债券分析师。"他思想成熟、工作勤奋，我知道他将马上变成证券界的新星。"查诺斯说。格雷姆还在银行工作时，就已显现出独立思考的品质。"在电信业疯狂发展的时代，他就从内心反对这一潮流。"并警告该行业即将出现问题。"如果能在卖方的立场上那样做，那是有勇气的表现。"

格雷姆并不缺乏那种勇气。查诺斯曾决定将他放在航空公司和钢铁公司分析师的岗位上，而格雷姆根本不具备这些领域的专

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业知识。“他被吓坏了，”查诺斯说，“他说，‘我对那些一无所知。’然而在一年内，无论航空公司的利润公告何时出台，卖方都会将打电话到这里，询问他的意见。他使自己成为了专家。他只是做了那些常规工作，参加贸易展，参加飞机制造会议，就做了这些而已。”

查诺斯并没有发现许多类似于格雷姆的人。“在市场的低迷期，我认为多一空经理将垂头丧气，因为具有空方技能的经理几乎没有。”许多经理在 2001 年和 2002 年的低迷中实现了盈利，不是因为他们在空方做得漂亮，而是因为市场中仍有许多股票在上扬。“我认为评审团已经出局。我不会因为有些人正在做空而认为他们干得漂亮。他们只是没有碰上令自己破产的股票。”

查诺斯对那些大有前途的著名经理的选择，取决于其做空的能力，这对于许多竞争者而言仍然是“难以捉摸”的才能。贝尔斯登（Bear Stearns）公司的前分析师詹森·埃德，就是具备这种技能的经理。

现在 39 岁的埃德于 2003 年创办了 Hayground Cove 资产管理公司，此前他在贝尔斯登工作了近 10 年，担负游戏、休闲和住房出租板块的高级主管。到 2007 年 6 月，Hayground Cove 资产管理公司管理着 11.3 亿美元的净资产。埃德拒绝了本书作者的访问，根据向投资者提供的文件，他与 Hayground Cove 机构合伙人一道，在 2004 年 1 月到 2007 年 6 月这段时间了实现了平均 15%的回报，而这一时期标准普尔 500 指数的回报率为 9%。

抛开在休闲行业的这一背景，埃德还经营着多样化的投资组合，包括计算机、零售商和轮胎公司。根据投资者文件，他的投资组合约有 130%的多头头寸和约 77%的空头头寸，净暴露值为 53%左右，大部分都是中盘或大盘股。

“埃德热爱这一事业，他喜欢挖掘难题，”查诺斯说，“他也是一名优秀的卖空卖家。他总是为我们提供很好的做空点子，这对于一位卖方分析师是十分难得的。他还是那种能够长久经营多一空机构资金的人。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第17章 CHAPTER 17

理查德·佩里：经理的经理

对冲基金公司佩里资本拥有140亿美元的资产，其办公地点位于纽约中央公园的19层以上，公司掌门人理查德·佩里的办公室内收藏着约50件艺术品，全都是20世纪深受欢迎的作品。公司接待室内充满了轻松嬉闹的气氛，并融入了当代元素，这在大型对冲基金公司中简直是不正常的。四周的墙上镶嵌了许多照片、油画和其他设施，令人仿佛置身于现代艺术博物馆。在银色楼梯后面的一堵墙上安装着LED灯管，里面镶嵌着艺术家里奥·威拉里的作品。即使是装糖果的盘子，也都装满了代表快乐的M&Ms糖。佩里的妻子丽莎，与摄影师马丁·索贝一起设计了厨房的墙纸：一张Kmart食品过道的巨幅照片，一张佩里在零售商西尔斯(Sears)董事席上点头的照片。从其会议室望去，可以看到中央公园的溜冰场，同样引人注目是，会议室内摆有米黄色和灰色的、悬挂较低的现代睡椅，里头放着浅黄色的枕垫。

丽莎毕业于流行技术学院（Fashion Institute of Technology），2007年初推出了一系列从20世纪60年代作品中得到灵感的服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

装。他们两人不仅热衷于在闲暇时收藏艺术品，还支持大型对冲基金公司中大受欢迎的事业：政治竞选和慈善事业。夫妇二人是2008总统竞选参选人希拉里·克林顿的慷慨支持者——在他们家中，有一张由查克·克罗斯摄影的希拉里的双折照片，以及两人与希拉里合影的签名照片。

在慈善事业方面，佩里是哈莱姆儿童区（Harlem Children's Zone）的理事会成员，该组织旨在为生活在中央哈莱姆97平方街区的儿童和家庭提供服务，并帮助消除贫困。理事会其他成员还包括对冲基金的传奇人物斯坦·德鲁肯米勒、金顿资本管理公司（Kingdon Capital Management）经理，业内大亨马克·金顿、以及加仑集团（Galleon Group）的拉贾·拉贾那纳姆。佩里还是“面对历史，面对自我”（Facing History and Ourselves）组织的理事，该组织与教师一道，向孩子们讲述种族灭绝、种族主义、种族歧视和反犹太主义的罪恶。

自1988年11月创办以来，佩里的旗舰基金年均回报率为15.4%，而基准股票指数的回报率为11.6%，而且他从未出现过亏损年份。他是一位有创新精神的思考者，多年以来，他的投资遍及房地产贷款和私募股权，收购公司高管托马斯·H·李等亿万富翁都是他的生意伙伴。

在选择投资时，佩里把目光投向以事件作为推动方法的领域，挑选那些涉足于兼并或收购、从破产公司中新兴的、派生的或经历某种类型重组的公司。随着更多投资者进入这一市场，他不断调整自己的投资风格。为了在业内保持领先，佩里变得更加主动，通过与管理层的合作促进一些事件的变革，实现股东增值。他只接近那些他认为可以接受自己建议的高管。

现年52岁的佩里身材高瘦，有一副运动员的派头——他参加过5次三项全能比赛。他的言谈举止富有魅力，善于交际，似乎和所有人都十分熟悉。佩里还有着惊人的记忆力，能够回忆起6个月以前与人交谈的片断。他性格直率，多年来向首席执行官们提出许多逆耳忠言，这使得他易于沟通。他向我们讲述了跟一位知名CEO

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通电话的故事，并请求我们不要透露该 CEO 的名字，他说，“你是业内最杰出的经理，但你产生的回报却最差。你的股东不信任你。把精力放在你的资本结构上吧。你可以实现大量增值并获得股东的支持。”那位 CEO 最终听从他的批评并开始进行股票回购。

佩里在业内的发家史，其实是对冲基金历史的缩影。对冲基金行业大体可以分为几棵家族树：朱利安·罗伯逊率领着最大的家族树。他的老虎基金产生了数十位“幼虎”，他们自身又造就了另一代经理。另一棵主要的家族树来自于罗伯特·鲁宾在高盛公司的风险套利柜台。作为鲁宾旗下的第一代经理，佩里帮助建立了超级明星团队，其成员最终成为业内最耀眼的明星，包括：如今经营 ESL 投资公司的爱德华·兰伯特；Farallon 公司的掌门人托马斯·斯泰尔；经营 Och-Ziff 公司的丹尼尔·奥奇；以及爱顿·帕克公司的经理埃里克·明迪奇。鲁宾后来离开了高盛公司，并成为比尔·克林顿总统内阁的财政部长，如今是花旗集团董事会主席。继鲁宾之后，佩里在纽约大学斯特恩商学院的金融系担任兼职副教授。

佩里讲述着自己的故事，正是他的网球比赛使他在高盛公司获得一份工作。

甚至还在高中时，佩里就对商业有着浓厚兴趣。作为学生项目的一部分，他为一家房地产信托投资基金工作，并在他的预科学校——位于马萨诸塞州米尔顿市的米尔顿高中——的财务办公室每周兼职工作几天。金融使佩里痴迷。“它非常实际，而且逻辑性强。一项预算附有资产负债表和行项目。你可以改变行项目，而这将改变损益表的底线。我很快就弄懂了。”毕业后，佩里于 1973 年到宾西法尼亚大学沃顿商学院学习。

在父亲的帮助下，佩里在高盛公司找到一份暑期临时工作，这对于一个刚刚上完大学二年级的学生是极不平常的。佩里的父亲阿诺德经营办公用品业务，在纽约的一些网球比赛中结识了几位高盛公司的合伙人，从佩里 10 岁起，他们就一直居住在纽约。“他们以为我是一名优秀的网球选手。”佩里笑道。

当年和第二年暑假，佩里把大量时间花在期权、金融工具等交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易柜台上，这种交易柜台赋予投资者一定权力，但并不是在某个特定时段买入或卖出特定数量的股票、债券、商品或通货。这些工具当时在华尔街刚刚流行起来，而美国第一家期权交易所，芝加哥期权交易所（Chicago Board Options Exchange），刚刚在芝加哥期货交易所（Chicago Board of Trade）的吸烟室内开业一年。得益于费雪·布莱克、迈伦·斯科尔斯和罗伯特·默顿 3 人的学术研究，投资者获得了如何衡量这些金融工具的办法。这 3 位学者于 1973 年发表了布莱克—斯科尔斯期权定价公式。11 年后，布莱克来到高盛，于是佩里有机会与他相识。

1977 年，佩里从商学院毕业后，在期权交易柜台找到一份全职工作，并很快结交了一些在套利柜台工作的朋友。其中一位朋友具备计量的天才，而佩里则沉醉于投资，因此两位年轻人进行了对调，佩里开始与鲁宾共事，后者当时从 L·杰伊·泰尼堡姆手中接管了套利柜台。从 20 世纪 60 年代开始，L·杰伊·泰尼堡姆一直经营着套利柜台。

1966 年鲁宾加盟高盛套利柜台时，这种柜台已经很著名了。后来成为高盛公司主席的格斯·利维在二战后有组织地建立了一个套利小组，旨在从与证券相关的价差间获取利润。柜台可能购买一些即将破产的公司、经历兼并、或派生或出售业务单元的公司的股票。当鲁宾加盟时，兼并和收购正急速发展，该柜台还购买一些即将被并购的公司股票，或者卖空那些正在收购的公司股票。只要完成了兼并，这种交易可以稳稳获利。

在鲁宾执掌套利柜台的日子里，这些交易有时候十分复杂，而分析师必须迅速处理许多问题。后来鲁宾在其自传《在不确定的世界》（*In an Uncertain World*）中对此做了描述。鲁宾描述了套利者需要立即回答的许多问题：在对目标公司进行的尽职调查中可能发现什么问题？可能出现哪些反垄断问题？股东是否可能批准兼并？目标公司是否错过盈利，或被指控、或经历其他一些事件，而这些最终可能威胁到交易？即使是依据不完全的信息，鲁宾也不会仅凭直觉做出决策。他会仔细分析形势，做出每一个可能破坏交易的可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预见事件的列表，并计算这些事件实际发生的概率。

在鲁宾看来，生活就是一系列的可能性，这使他能够以乐观的心态从事套利交易。他雇用持有相同观点的员工。在套利交易中，你需要 90%以上的时间是正确的，但最优秀的套利者 95%的时候做出正确决策。与其他任何交易相比，这一领域错误决策带来巨额损失的风险更大。

佩里两个暑假都在观察期权柜台上的交易员，在此期间，他发现自己与鲁宾一样，他也采用更加理智或分析性更强的方法进行投资。"我从不单纯依赖直觉。"佩里说道，他遇到的许多交易员也是一样。"许多人相信直觉，并取得了成功，但对我来说，那不是创造财富的单一工具。"尽管这样，期权交易为套利提供了坚实基础，因为套利过于依赖对概率的理解。

对佩里而言，与鲁宾共事的日子是极好的学习过程，不仅因为鲁宾的杰出才能，还因为高盛公司十分强调培训。这家公司喜欢雇用年轻且没有受过其他公司培训的员工。如果你加盟高盛公司，那将是你的第一份工作，上司负责培训和塑造你。公司对已经在其他公司证明了自己的员工毫无兴趣。相反，他们花大量时间来开发年轻人的才能。

在套利团队中，鲁宾大约每隔两年就增加一位新成员，而佩里负责雇用这些新增成员。紧随佩里之后加入团队的新成员是弗兰克·布罗森，他于 1979 年加盟。托马斯·斯泰尔和丹尼尔·奥奇于 1982 年加盟，兰伯特和明迪奇则分别于 1984 年和 1988 年加入套利团队。这个团队的成员有许多共同的品质。"他们都非常杰出，工作十分勤奋，精力充沛，智力非凡，而且都是和蔼友善的人，他们有强烈的求知欲，并强调合作精神，且以团队为导向"，佩里说。他们能够用直觉理解投资，并且十分罕见地实现了智力与实践的完美结合。

团队成员不会总是就投资点子达成一致，但他们往往以十分类似的方式对这些点子做出回应。"（如果不同意），我们每一个人都将对同一件事摇脑袋。"佩里说。他们理解哪些问题是关键的。"当我们听到一个点子，我们都会对它是否值得花时间研究有自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的感觉。"如果值得，下一步就是计算各种结果的产生概率。"投资不是黑与白的问题。它是不同的灰度，对我们所有人而言，共同的是我们能够发现不同的灰度，并阻碍它们。获得第二次机会的可能性微乎其微。过程必须是好的。"他们称这一过程为"预期的价值分析"，时至今日，它仍是佩里工作的重要组成部分。

到 1988 年，佩里对在高盛公司工作不再满意。一个关键的问题是报酬。他感觉自己没有获得恰当的报酬。"相对于高盛公司的同事，我的薪水尚佳，但相对于对冲基金公司，却相当低，"佩里说，"我的薪水与我的部门所完成的业绩没有直接关联。"他的理解是，即使他带来了一位合伙人，其薪金也不会猛涨。何况，他的老板总是催促他远离自己喜爱的投资事业和妻儿，到伦敦去工作，他当时已有一对两岁大的双胞胎。

在妻子和当时担任贝尔斯登首席执行官的舅舅——吉米·凯恩的鼓励下，佩里决定创办自己的投资公司。在离公司发放奖金还差两个月的时候，他将决定离开的计划告诉了老板，并承诺不会从高盛公司挖走其他员工。高盛公司给了他公平的薪水，最终他离开了该公司。

佩里与一位兼职秘书一同创办了公司，而他 14 岁的表弟代接电话。那是孤独的创业旅程。一位来自波士顿的朋友塞斯·卡拉曼强烈建议佩里与当时在哈佛大学管理公司监管该大学捐赠基金的保罗·勒夫合作。佩里犹豫不决地采纳了这一建议。在高盛公司时，佩里与勒夫十分熟悉。在佩里负责高盛公司套利柜台时，哈佛大学一直是公司的客户，而勒夫常常关注套利兼并公司。与高盛的其他柜台不同，套利部门不必留意客户的订单，事实上，他避免与客户关系过于密切，因为这些客户打算自己投资股票。那意味着勒夫将大量订单交给柜台，但从未获得他希望的那么多的股票。在一次晚宴上，勒夫向佩里抱怨高盛对他不公。佩里歉疚地解释了当时的情况。"晚宴接下来的部分进行得十分愉悦，"佩里说，"但勒夫确定他将不再与我们做生意，那是合乎情理的。"

卡拉曼感到佩里的保留是可以理解的，但他坚持自己的意见，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并说勒夫更趋向宏观的投资方法，将与佩里自下而上的分析方法很好地互补。佩里更希望勒夫成为一名合伙人，他意识到卡拉曼的意见是对的。“大部分时间里，我和勒夫拥有同样的思维方式，”他说，“他努力做的事情与我们所做的事情往往一致。”佩里来到波士顿，两人在午餐时讨论了这一想法。在佩里离开高盛 1 个月后，勒夫也离开了哈佛，两人自此成为合伙人，至今已有近 20 年。

佩里资本早年的转折点出现在其创办后的第二年，即 1989 年。当时约有 30 或 40 家集团公司从事兼并套利交易，年中时，佩里的回报率处于中等。“那令人郁闷，”佩里说，“许多不如我们努力的伙计正把我们逼上绝路。我们没有冒足够的风险。”

但至少在联合航空公司的交易上，他们的谨慎得到了回报。飞行员工会和管理层与美国联合航空公司（UAL）达成了 300 美元一股的报价，尽管这一交易似乎比较昂贵，但每个人都确信它将获得通过，因为买家的借贷银行——花旗银行，以前从未在融资上违约。许多对冲基金满仓买入了 UAL 股票。“我们认为它获得通过的几率是 75%，但对于我们的投资，需要有 95%的机率。”佩里说道。当时股票的交易价为 290 美元，如果该议案得以通过，基金将实现每股 10 美元盈利，但如果被否决，基金将每股亏损 200 美元。佩里没有从事这一交易，因为他不清楚营业收入是否可以支付贷款利息。他对了。“该议案最终被否决，我们的收益从中等跃居首位。”在该议案被否决的新闻播出后的两个小时内，道琼斯工业平均指数暴跌 190 点，到本书出版之日仍是历史上最大的日跌幅。随后的一年中，UAL 股票从 290 美元跳水至 88 美元。

兼并套利是将赌注押在兼并公司的股票上，在 1992 年之前，佩里的这一业务是成功的，当时他和勒夫均感到他们的策略过于保守。他们开始使用自己的研究来拓展投资范围并实现盈利。他们并没有重点关注两家兼并公司之间的股价差，而是决定重点研究那一差额上下的所有事情。例如，在完成兼并时，被兼并公司是否比公司现在的股价更有价值？或者是与此相反？“兼并套利的竞争太残酷，”佩里说，“我们是第一批退场的人之一，也是第一批聚焦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于形式化公司的人之一。”

两年后，佩里开始经营一项长达10年的交易，这一交易改变了他考虑投资的方式，并使他懂得，卓越的资金经理的特点之一就是耐心。即使已过了十多年后，但佩里仍乐于向我们讲述他接管和改革国际送花会（FTD）的故事，该组织是世界上最大的花卉递送服务公司。

1994年，国际送花会是一家合作性组织，且正在寻找可以将其转变为盈利性质公司的买家。佩里斥资约1.3亿美元收购了该公司。他投资2,000万美元购买股票，他的合伙人贝恩资本和波士顿银行提供了另外的1,000万美元，其余资金利用贷款。这笔交易十分艰难。“我们与银行的关系相当紧张，而国际送花会的首席执行官在完成银行融资前退出了，”佩里说，“许多花农愤怒地反对，因为他们感到自己的市场被夺走了。那是非常丑陋的转换。”

FTD董事会的19名成员一次投票就通过了佩里的报价，但佩里无法完成这次交易，除非他确信可以得到50%以上花农的批准。他参观花店，接受新闻媒体的采访，阐述每年将在广告上耗资1,200万美元的计划，并开始另一项行动，使花店加入FTD网络。他还为花农提供了在新公司中购买股票的机会。“自从九年级以来，我一直没为什么事情而被投票选举过。”佩里说。但他最终获得了61%的支持。“我有一个信念，就是我能够了解这些问题，并说服花农立即开始投入工作。”他意识到自己需要耐心，这种变化不可能在一夜之间发生，可能需要花上三、四年的时间。“我们实现了巨大的增值，而这次交易也耗费了大量的精力。”

在那几年里，FTD将电话订购改为网上订购，并将24,000名花农连接入网。它在国内和国际上对其商标进行保护，并组建其在线分公司FTD.com，将公司从花卉销售公司转变为一家技术公司。公司的收入剧增。2004年，佩里将FTD以4.5亿美元的价格出售给格林股票投资商（Green Equity Investors），令他当初的2,000万美元的投资获得了约28%的年均回报。花农也大赚了一笔。在佩里第一次重组该公司时，以2美元左右价格购买非公开发行股票的人，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从新买家那里获得了每股 24.85 美元的利润。"所有信任我的人，一方面在经济上获得了回报，赚取了巨额利润，另一方面，我们的正确决策，也令他们在情绪上获得了回报。"佩里说。

FTD 使佩里第一次担任法人团体董事，他喜欢这一职位。在董事会会议室的闭门讨论，使他深入洞察公司该怎样运营，并令他信心十足地向管理层提出可靠建议。"我感到我能够产生深刻影响，"佩里说，"无论是关于运营或财务结构，或是建议如何发挥他们的销售力量。"到 2007 年，他在 4 家公司的董事会中担任职务。

在佩里的团队投资一家公司之前，他们花大量时间与管理层、供应商、竞争对手进行交谈，以获取值得请来咨询公司的研究结果。佩里努力了解为何公司无法实现盈利，它的主要问题是什么，以及能否解决这些问题。"我与我们所投资的公司的管理层关系紧密。我知道他们面临的问题，而且知道他们希望怎样解决。"佩里说道。他竭力避免敌对的状况，因为这将耗费太多的时间来解决。佩里的标准是，首席执行官认识到存在某个问题，并决心采取行动，那他将乐于等待 2~5 年，期待投资得到回报。

"你愿意持有的时间越长，机会就变得越不拥堵。"他说。创办佩里资本之初，他和勒夫寻求一种明确的"催化剂"——一个可能使股票大涨或大跌的特定事件。如今，那些机会不再引起佩里太大的兴趣，因为他无法获得希望得到的 25%或 30%的回报。"我们已经被这样的状况所吸引：经营的改善耗费时间、"催化剂"不确定，但仍然存在具有相同意向的管理团队。"

佩里着眼于以折扣价收购资产，但只在管理层能够创造利润或偿还债务，以消除价值差距的时候才这样做。"你既需要杰出的管理团队，也需要优良的资产，"佩里说道，"只拥有其中之一并不是好的选择。"管理不当，资产的价值将不断消失，当时的交易价格将变得更高。"那是价值陷阱，不是价值投资。"

正如他理解的那样，工作的一部分是向首席执行官们——他发现，首席执行官们通常花大部分时间成为啦啦队长，而不是称职经理——提供至关重要的，有时甚至是令他们感到痛苦的信息，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些信息涉及他们的公司、行业或竞争对手。“首席执行官获得的信息十分有限。他们总是听到人们认为他们想听的话。我们告诉他们实情。我们实事求是。由于难以区分哪些人告诉你的是事实，哪些人正在掩盖事实，因此，难以听到真话。”

有时候，佩里必须简洁明快地表达观点。20 世纪 90 年代，当欧洲掀起私有化热潮时，他本可以与一些公司的董事长就多年的国有化之后公开出售的问题进行会谈。但他只有不到 5 分钟的时间与他们会谈，他问那些董事长，是否有兴趣了解为何美国的首席执行官能够实现如此巨额的利润，是否有兴趣了解他们自己需要做什么，才能与之相媲美。有些 CEO 中了他的“圈套”，他建议他们将自己的利益与股东利益摆在一起。“特定的管理人员无疑会欢迎我们的理念。”他说。

多年来，佩里拓展了投资类型，如今他把自己的投资风格描述为机会主义和反向投资主义。“但一般投资者对复杂投资止步不前，我们接到的是需要快速解决资金问题的 CEO 和 CFO 的电话。”佩里的营销手册上如此解释。

当情况变复杂时，佩里自有其优势。投资者说，那是因为他擅于理解信用，由于佩里通常采用过度抵押的方式，于是能找到更安全的交易，尽管这些交易在大多数投资者看来并不安全。以他 2005 年贷款给亿万富翁马尔科姆·格拉泽，帮助后者收购曾经 16 次夺得英格兰超级足球联赛冠军的曼联队为例。在还贷方面——佩里与丹尼尔·奥奇的 Och-Ziff 资本公司和肯·格里芬的斯托特投资集团（Citadel Investment Group）共同提供贷款——如果马尔科姆在 2010 年以前未能偿还，放贷人有权占有格拉泽家族在该球队的股票。到 2006 年 8 月，格拉泽已偿还了贷款。他的融资成本约为 20%。

佩里的生存意义在于产生创新的商业理念。在我采访他的某一天中，他刚刚结束与哈维·温斯坦及比尔·鲁普雷希特的会谈，温斯坦与弟弟鲍勃于 2005 年一同离开米拉麦克斯影业公司（Miramax Film Corporation）时，曾得到佩里的支持，而比尔·鲁普雷希特则是索斯比拍卖行（Sotheby's）的首席执行官。他们会谈的主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题是Ovation的编排理念，Ovation是一个有线电视网络，佩里资本和温斯坦都是其赞助商。佩里提出了将《古董巡回秀》(*Antiques Roadshow*)与《天桥骄子》(*Project Runway*)相结合的建议，这样，电视观众可以获得关于即将付诸拍卖的艺术作品的幕后新闻，可以观看拍卖，甚至能够通过电话参与报价。由于给艺术品拍卖会提供了更多观众，作为交换，Ovation将得到索斯比拍卖的一个片断。尽管他不确定这种秀能够变为现实，但这确实是他不断发挥独创性的一个例子。他对Ovation的另一个建议是让美国各芭蕾舞公司在《胡桃夹子》(*The Nutcracker*)的表演上做出让步，因为演出大战可能于2007年12月上演。“我的目的是不断展现高管理念，”佩里说，“我不希望与任何人举行任何会谈，永远不想，那不是一种平等的交换。我希望尽可能地实现共赢。”

佩里也在自己的公司中大力宣扬平等交换理念。佩里资本也像高盛公司那样，将培训作为重要的一部分。这家对冲基金公司也许是独一无二的，因为它为分析师提供为期两年的培训，并预计此后所有的受训者都将离开。

做出无法兑现的承诺不是佩里的风格，在仅有20名投资组合经理——大多数是公司的合伙人——这样一个相对较小的公司中，几乎没有晋升的机会。他的解决办法是通过将他们留在公司中的时间设定为两年，来管理分析师们的预期值，两年后他们将离开公司，到商学院就读，或者在投资银行或其他对冲基金中工作。2007年，佩里雇用了45名分析师，其中只有少数人是已经在公司中工作两年以上的资深分析师。

佩里通过榜样作用进行培训。投资人员没有自己的私人办公室，分析师也是通过接电话或参加会议，了解投资过程如何展开的第一手资料。每位投资组合经理负责自己的资本，并根据各种指导原则管理资本，这些指导原则规定多头vs空头头寸的数量和交易规模。当萌生了一些认为值得加大投资的主意时，他们向佩里或勒夫提出，勒夫管理着佩里称为“主要投资组合”的核心头寸，通常是60~70个。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决策大体上出自多数人的意见。“这是一个集体商定的过程。我几乎从不做出单方面决策。”他与投资组合经理们开会讨论当前的头寸、新的投资点子和风险管理。“我们每月召开一次正式会议，但我们会经常进行讨论。”他说。他大部分的时间花在与同事讨论核心头寸上。尽管对于最富挑战性的投资，投资组合经理会邀请佩里到会与首席执行官讨论，但他们通常只召开本部门的会议。

虽然佩里乐于与公司的经理们进行讨论，但他不喜欢与其他对冲基金的经理谈论公司事务，当被问及谁是他最尊敬的年轻经理时，他拒绝回答。他指出，很难知道谁将长期做到这一点。“大多数成功人士都令人难以置信地富有挑战精神，而且个性复杂。他们未来是否能够与过去一样保持成功，很难说。”

除了自己的合伙人，他认为最了解的经理是曾在高盛公司与他共事的由鲁宾率领的团队。他与兰伯特的关系尤为密切，后者曾在2005年请求他加入西尔斯公司董事会。“埃迪是我们这一代人中最成功的人士，”佩里说，“他智慧超群，且工作努力。他有着独特的思维，加上巨大的动力。他是非凡的经理。”

至于其他人，“我真的尽可能避免与其他经理交谈。”佩里说。他们的固执己见不可避免地产生了佩里所认为的使人分神的“杂音”。“我不想听这些。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第18章
CHAPTER 18
丹尼尔·洛布：激进的董事会成员

丹尼尔·洛布于1995年创办了第三点公司，到2007年7月止，他的基金产生了27%的年均回报——比标准普尔500指数的回报高出令人惊奇的16%。那一数据无疑使洛布在金融界名声远扬，但以下一些评论却使他声名狼藉："全美国最危险且最无能的首席执行官。"埃里克·塞文也被人如此评价，他当时是StarGas合伙公司的首席执行官，该公司位于康涅狄格州的斯坦福德，是一家供暖用油经销商。在给塞文的一封信中，洛布提出了如下建议："做你最擅长的——隐退到你在汉普顿的海滨别墅，在那里你可以打打网球，并与你的社会名流好友们共饮畅谈。"

洛布向首席执行官和投资专家写这种带幽默性质的信件，他这种不受约束地阐述观点的做法是令他远近闻名还是说臭名远扬，取决于你怎么看。他曾向对冲基金斯托特投资集团的首席执行官肯·格里芬发过一封充满责难之辞的电子邮件，警告他不要从其他对冲基金公司挖走员工。他称斯托特集团为"古拉格集中营"，其员工是"签约的仆人"，邮件最后说："祝你用不断臃肿的机构和膨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胀的自我来收取高额管理费，并产生普通的回报。"

人们不需要十分有名便可招致洛布阁下的猛烈批评。他曾经公开过自己与欧洲一位目标员工进行的电子邮件交流的内容，该员工未能对洛布简洁的语调做出很好的回应，觉得它十分刺耳，且过于美国化。最终，这位从前的求职者用一句俏皮话称洛布"狂妄自大"，而洛布反驳说他"懒惰散漫"。

鉴于他这种对别人进行书信攻击的古怪行为，业界许多人士认为洛布是对冲基金界的坏男孩。他的名声比他在这日渐保守的对冲基金行业的生存空间更大。他喜欢说唱乐歌手 Fab 5 Freddy，并于 2005 年在中央公园西路斥资 4,500 万美元买下高级住宅——当时是曼哈顿有史以来售出的最昂贵住宅。洛布体型瘦小，头发短而直，已经开始变白。他从小在洛杉矶长大，自少年时代起就是一名冲浪运动员。实际上，第三点公司的名字，就是根据马里布冲浪海滩(Malibu Surfrider Beach)的一个冲浪点而取名的。他练习阿斯汤加瑜珈，每隔一年半总是抽时间到印度的迈索尔参观瑜珈学校。

他的办公室位于曼哈顿派克大街的标志性建筑——利华大厦(Lever Building)内，办公室的入口，悬挂着由安德烈亚斯·古尔斯基所拍摄的反映监狱内部情况的巨幅照片，还有一张由安迪·沃霍尔绘制的、长 90 英寸、宽 70 英寸的美元样币，安迪·沃霍尔曾说过，"赚钱是艺术，工作是艺术，而优良的业绩是最好的艺术。"

现年 45 岁的洛布坚持认为，他已经不再用尖锐的言辞批评别人。洛布说，第三点公司在其 20 年的历程中不断发展壮大，他也不断取得进步。关于其基金的误解到处传播，他说，人们的批评直指他的投资方法。洛布常常被指责为激进分子，他的目标是威吓一些公司进行改革，以抬高它们的股票价格。

"我们不是激进基金，" 他说，"我们是以全球事件为导向的基金，采用多—空投资方法。"这种方法指的是将正经历诸如走向破产或正在派生新公司等重大事件的公司作为投资对象的策略。"我认为我们有能力识别被低估价值的资产类别。"洛布说，无论它是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机债券或是小盘股。“我们的团队实力强大，都是许多行业、区域和资产类别的研究专家，他们一直受我们的事件推动方法的影响。他们是非常优秀的分析师，并擅于理解优良投资与不良投资的差别。”他描述第三点公司的优势时说道，“而在我们真的采取激进姿态的领域里，我乐于考虑与管理层的互动。”

为支持这一表述，他指出，在 2007 年年中，第三点公司拥有 96 个多头头寸。他只对其中的 5 家公司提出要求，要求首席执行官辞职或是卖出该公司。“我们当前正在与许多公司进行有益的对话。有时候他们听取我们的意见，有时候不听取，但实际上，我们几乎不会采取更富侵略性的激进姿态。”

在与美国第二大公路建材公司——马丁—玛丽埃塔材料公司(Martin Marietta Materials)等一些公司的交易中，第三点公司运用了它的交互式的幕后操作方法。2007 年初，洛布持有该公司 6.1% 的股份。由于他已经向管理层提出了一些改进业务的建议，因此，他向美国证券交易委员会提交了 Schedule 13D 报告，要求拥有某家公司 5%或更多股份的投资者，不应该成为被动投资者。第三点公司提交的报告并没有包括股东希望达到的任何特定要求。

洛布与管理层就如何增加股东价值进行了会谈，高管们一致同意，到一季度末重新买入超过 5%的已发行股票，助推公司的股票价格上涨 30%左右。“我们从来不会超出最初的 13D 报告，”洛布说道，“我们从来没有写过信。我们从来没有在公开场合进一步讨论它。没有必要，我们已取得共识。”然而，2007 年年中，他不得不对所拥有的 5 个 13D 头寸公开提出要求。

如果形势所迫，洛布认为他别无选择时，就会将其公开。当这样做时，他似乎缓和了一下他的激辩言辞。2007 年 3 月和 4 月，洛布给加州弗里蒙特市的一家生物技术公司 PDL BioPharma 的董事会写了几封信，要求该公司首席执行官马克·麦克戴德辞职。在信中，他指责麦克戴德迁移公司本部，并耗费近 1 亿美元巨资建设 45 万平方英尺的办公区，是为了缩短其上下班路程，并为自己的游艇提供一个就近停泊点。他认为迁移公司总部的行为体现了麦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克戴德"扩张其疆域的哲学,病态的自私自利,以及拙劣的业务判断",他称新的公司总部像泰姬陵那样豪华。

这种尖锐的言论很难支持洛布要进行改革的倡议。但是,到2007年5月,他在与董事们通信的过程中显得更加得体而老练。他说,该生物技术公司现有和以前的员工曾告诉第三点公司,他们担心对业务开发部门的主管吉恩梅里·古诺特博士的任用与晋升问题。"没有可接受的理由能够解释对她最初的任命,或者让其继续担任业务开发部门的主管,"洛布写道,"事实上,调查显示,至少有一位离开了 PDL BioPharma 公司的高管透露,他认为古诺特博士获得了不公正的有利待遇,损害到了公司和其他员工的利益。"在同一封信中,他声明,首席执行官麦克戴德"可能做了严重违反道德的事"。

当我问及 PDL BioPharma 公司对洛布的评价做何反应时,该公司一位女发言人回答说,"我们不会对任何人身攻击做出回应。"

洛布关于麦克戴德及吉恩梅里·古诺特博士之间不正当关系的观点表露无遗,只是在表达时更有分寸一些。当我暗示说,如果在他早年,他可能不会向现在这样谨言慎行,而是大胆地以夸张语言来批评麦克戴德时,他笑着告诉我说,我使他感到脸红。除了这种有所收敛的新个性,洛布还提到公司律师对他的观点产生的影响。"我们的特点不太鲜明,但我们不需要如此鲜明。"洛布说。他坚持认为更宽宏大量、更有绅士风度的方法无法令当前和潜在的机构投资者们得到抚慰,这些投资者在2007年占了第三点公司客户的80%。"我所做的是对投资组合有利的事情——只要它能使回报最大化,"他说,"这是一种天性使然。我认为我们的投资领域比过去要宽广得多。"麦克戴德于2007年8月辞职。

公司在业内影响似乎与规模直接相联。2004年第四季度,第三点公司拥有14亿美元的资产。到2007年8月,它管理着55亿美元。由于其单个头寸的规模可能超过5亿美元,第三点公司被强势推动为排名前十或二十的投资者之一,即使在大型跨国公司中也是如此。大型持有人往往选择听从,这意味着洛布没有太多理由使用他所谓的"羞耻杠杆"。"如今,听从我们的人包括皇家飞利浦、戴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

姆勒—克莱斯勒、英飞凌科技等公司的 CEO，”他说，“例如，我们与这 3 家公司的对话和互动是卓有成效的。我们学习大量的业务知识，我相信他们也从我们公司获得了有利的观点。从这一方面说，事情已经发生了改变。当然我们也听从这些大公司的意见。”

尽管他对大公司的影响日益增强，但洛布主要通过在另外一些公司中进行传统的价格投资来实现盈利，而对这些公司，洛布可能从未与其首席执行官交谈过。2006 年，第三点公司最为成功的投资之一当属对纽约—泛欧交易所集团（NYSE Euronext）的投资，该集团经营着纽约股票交易所。“我曾在达沃斯与交易所主席约翰·塞恩见过面，我握住他的手，轻拍他的后背说，好样的，并感谢他的杰出工作，”洛布回忆道，“我更愿意以局外人的身份旁观，并为管理层和董事会取得的卓越成就高声喝彩，那是我们通常能够做到的。”

有时，他愿意以局外人的身份旁观数年之久。自 2002 年以来，洛布一直持有一家医疗诊断企业——德灵公司（Dade Behring）的股票，当时该公司仍处于破产程序中。历程 5 年，股票仍走势强劲，2007 年年中，他持有的 4.8%的已公开发行股，在这一年的头 8 个月里飙升了 90%。“有时，你的投资组合中盈利能力最强的，是已经持有很长时间的东西，”他说，“首先，德灵公司是一家经营特别出色的公司，其董事会成员都是一流人士。”洛布买下该公司股票是因为德灵是市场的领头雁，而且是唯一一家专门从事诊断的企业。该股票曾以最低的估价交易，甚至不断扩大市场份额，并比其他公司增长的速度更快。他说，除了股票以平均每年 56%的速度飙升之外，“5 年之内没有什么发生了变化”。与其他竞争对手相比，该公司的股票价格仍然相当低，其交易价格低于被并购的同类公司的股价，洛布说。

德灵的特点代表了洛布寻求购买的股票的特点：公司拥有连续的特许经营权，在有吸引力的价位上交易，并产生大量的自由现金流。“比所有这些更重要的是，我们寻求被市场错误解读并定价的公司。”他补充道。通常，那种情况发生于正在进行大型重组的公司中，例如派生公司或从破产中新兴的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为那类公司通常改革了其过去的经营模式，而且经理们有更大的动力来经营企业，尤其因为他们通常会获得新实体的股份，或者买入股票的期权。“我不知道管理团队是有意识还是无意识地经营好企业，但他们往往在重组之前保守地宣布公司的效益，这样，到后来，除了我们之外，公司使华尔街的所有人都感到吃惊，”洛布说道，“这是一种持续时间相当长的现象，可能数年后才会结束。”

早在孩提时代，洛布一直追踪观察股票，当外婆第一次向他展示报纸上关于股票的新闻时，他立即痴迷其中。在20世纪50年代，他外婆是一位社会工作者，把多年的积蓄投资于股市——大部分是产业公司，到逝世时，她的积蓄已经增长到数百万美元。“事实上，她是洛布家族第一位实干家，”他说，“她过去经常出席威斯特瓦科（Westvaco）、联合太平洋（Union Pacific），以及AT&T等公司的年会，并质疑为什么妇女不能进入董事会，或者为什么年会组织者不向与会者提供咖啡和丹麦语翻译。”他微笑着补充说。洛布的父亲是一位证券律师，在洛布13岁时，父亲帮他开立了一个有资金的经纪账户，这些资金来源于父亲积蓄的津贴，以及与两位合伙人共同经营的滑冰板公司。

在加州大学伯克利分校读完两年大学后，洛布来到纽约的哥伦比亚大学。整个大学期间他都在买卖股票，到毕业那年，他积累了12万美元的财富，但正是那一年，他将此前的资金在Puritan Bennett公司的股票上亏损殆尽，该公司是一家医疗用呼吸器制造商。

1983年，获得经济学学位后，他首先在华平投资集团（Warburg Pincus）担任私募股票分析师，后来在环球唱片公司（Island Records）工作，该公司一度是世界上最大的独立唱片发行公司，并拥有著名的雷鬼音乐家鲍勃·马利和本宁·斯皮尔。在那里，他担任公司发展部门的主管，并为其商标着手债务融资。

1988年，洛布真正涉足于资金管理业，加入了由巴里和艾伦·拉夫尔经营的一家对冲基金公司。3年后，他离开该公司，并由于未能在其他对冲基金公司中找到临时工作，最终在经纪公司杰弗里公司担任分析师。德崇证券在一年前已破产，而由于20世纪80

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年代垃圾债券的大发展，危机债务领域大有利润可图。“德崇自身的破产是我第一次经过分析后想出的妙策，因为我已仔细查阅声明，并断定该公司存在一些不明显的证券，称为‘DrexelCBI-As’，或者是受益权证，这种证券或权证赋予公司清算时获得收益的权力。”他说。

其实，CBI-As 是贸易索赔——应收账款——和贷款，根据破产法，它们可以获得支付。洛布发现那些权证的价格比当时持有它们的欧洲银行在账簿中估计的价格高出许多，因此他说服那些银行出售它们，并在一些对冲基金和投资银行中寻找买家，例如法拉龙基金资本管理公司（Farallon Capital Management）和高盛公司等等。“在一次致命的猝然下跌中，我成为了分析师和银行贷款交易商，并开始涉足会计学。”洛布说道。他对价值的估计是正确的。他的客户以 0.03 美元对 1 美元的价格购买了这些索赔，最终赚取了 0.3 或 0.4 美元。

这笔交易最终使洛布与一些人建立了良好的关系，这些人后来成为了对冲基金领域最耀眼的明星：经营爱顿—帕克资本管理公司的埃里克·明迪奇；绿光资本公司（Greenlight Capital）的首席执行官大卫·爱因霍温；OwlCreek 资产管理公司的杰夫·奥尔特曼；法拉龙基金资本管理公司的汤姆·斯泰尔；安杰罗—戈登公司（Angelo，Gordon & Company）的杰夫·阿隆森；翠鸟资产管理公司（Halcyon Asset Management）的约翰·贝德尔，以及阿帕卢萨资产管理公司（Appaloosa Management）总裁大卫·特普尔。

在接下来的两年半里，洛布继续其研究员和推销员的工作，后来他谋求到更高薪水，来到花旗银行，成为一名高收益债券的销售员。薪水虽然高一些，但他仍怀念在不良债权中投资的日子，一心想重操旧业。“尽管我也是一名非常优秀的销售员，但因为我花了过多时间在投资上，同时像一名投资者而不是像一名销售员那样思考问题，所以备受批评。”他补充道，“由于已经进行了一些研究，以及建立了的一些关系，我感到是时候创办基金了，这一直是我的梦想。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样，他创办了自己的基金。1995 年 6 月，在大卫·特普尔位于新泽西州查塔姆镇的举重房里，他创办了第三点公司，随后迁至曼哈顿的住所内。

在第三点公司，基金的首要任务是在特殊情况下投资于不良债权和股票，而时至今日，尽管公司将其投资范围扩展到国外，这些仍是公司投资的对象。洛布选择那些做多或做空的股票，它们将产生 30%~50%的年均回报。

第三点公司经营着相当集中的投资组合，其中总资金排名前十的持仓占其多头头寸的近 50%。洛布利用少量杠杆借贷，投资组合的总暴露值为资产的 100%~200%，而净暴露值介于 30%~70%之间。他有 4 位合伙人，他们共同经营一些产业群体的股票，包括生物技术、能源、电信、媒体与技术、消费品公司、金融服务、金属及采矿业。他的团队还着眼于区域扩张，将其业务扩展至亚洲、印度和欧洲。另有一个团队专攻做空。合伙人在一定的头寸范围内考虑买入或卖出，如果认为某一赌局值得加大投资，他们向洛布提出建议。如果洛布赞同，该头寸可扩大至资产的 10%。

2007 年，洛布的较大头寸中，许多都涉及生物技术。“我一直对生物技术产业有着强烈的兴趣，因为它是最终由事件推动的产业。”他说。这一领域的公司创始人都非常精明，但他们在企业经营方面的经验并不都是那么丰富。“此类公司是我们实现增值的机会。”他说。几年以前，洛布在该行业内雇用一位名叫布里基·罗伯茨的医学博士担任分析员，因此公司在这方面的专业技术得以拓展。布里基从此成为公司的合伙人。“她是我所了解的业内最机敏的投资者之一。”洛布说。

药品行业成为洛布第一个尝试冒险的领域，在这一领域，他使用了自称为“法律杠杆”的工具——就是说，当公司管理层连通过羞辱手段使大家屈从都不愿做，而是干脆拒绝倾听理由时，分段代理就会为进入董事会而抗争。2005 年，他和另外两位由他任命的董事加入了配体制药(Ligand Pharmaceuticals)公司董事会，该公司制造抗癌药和止痛药。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

洛布对第三点公司在代理权争夺上创造的纪录十分高兴。“我们从来没有首创过什么程序，因而，当我们希望得到董事会席位时，有过成功也有过失败。而最为重要的是，一旦进入董事会，即使不控股，我们也有极大的可能说服各位董事，即使我们处于少数，但这一行动的过程是好的，应当追寻。”

有时候，行动是决定性的。2006 年 8 月，配体制药的首席执行官大卫·罗宾逊辞职，8 个月后，洛布加入该公司董事会。2006 年 11 月，纳比生物制药公司（Nabi Biopharmaceuticals）的首席执行官托马斯·麦克莱恩辞职，4 个月后，洛布赢得了该公司董事会的两个席位。

撇开胜利不讲，加入董事会对洛布而言是最后的选择。“我们不希望进入董事会。首先，那是十分耗时的。你必须飞来飞去，参加一些十分乏味的会议，花很长时间解决一些问题。它还在财务上限制了你的灵活性。”因为作为内部人员，董事们在何时能够买入或卖出股票方面受到限制。2007 年 7 月，洛布成为了 Pogo 制造公司和 BioFuel 能源公司的董事会成员，后者是一家刚刚公开发售股票的公司。

2007 年年初，洛布还是美国第四大煤炭生产商——麦西能源公司（Massey Energy）的董事。在该公司的投资是他迄今为止最失望的激进投资。“我们持有的时间太长。”他说。他和他的团队低估了煤炭价格周期性以及公司的某些生产问题。他补充道，2006 年，“我们对该公司现金流的恶化稍感震惊”，当时股票价格暴跌 39%。

起初，麦西的情况似乎正在好转。在第三点公司和另一家对冲基金，Jana 公司的要求下，2005 年 11 月，麦西能源公司的董事们一致通过了回购 5 亿美元股票的计划。但公司办事效率迟缓，到 2006 年年初仍未启动该计划。洛布对这种缓慢的进程感到灰心丧气，决定与他的同事托德·斯万森争取一同进入董事会。他们赢了，而麦西的首席执行官唐纳德·布兰肯西普也在 2007 年时批准了回购5,000多万美元股票的计划。该股票在 2007 年从低点上扬约 50%。“我们赚回了大量的钱，但如果有机会从头来过，我不会投资于麦西能源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司。"他说。他最终于2007年6月辞去了董事会职务。

当公司着手改革时的民主程序失去作用，或者受到差劲的公司管理的侵蚀，洛布常常诉诸于口诛笔伐。"那些公司已经制造了一些不正常的障碍，例如'毒丸计划'，并设法将董事会成员错开，以便无法召集一些特别会议，使我们没有选择，只得使用社会压力的手段，而这是他们自己制造的一种现象，"他说，"我们只想尽快表决。"

2000年9月，洛布写了第一封13D信件，当时他管理着1.36亿美元资金。企业掠夺者卡尔·爱康从20世纪80年代开始不断向公司管理层写愤怒的声讨信，但到2000年年初，在洛杉矶经营查普曼资本(Chapman Capital)的对冲基金经理罗伯特·查普曼引起了洛布的注意，他向美国共同财产信托基金（American Communities Properties Trust）的首席执行官J·迈克尔·威尔逊写了一封责难信件，该信托基金是一家房地产信托基金，而第三点公司也持有一些该基金的股票。洛布发现查普曼的讽刺风格是一个有力武器，因此，几个月后，洛布向农标国际(Agribrands International)的董事会主席威廉·斯提里兹写了一封批评信件，该公司是一家动物饲料公司。早餐谷物制造商Ralcorp Holdings也由斯提里兹担任董事会主席，该公司也一致同意以39美元每股的价格购买农标国际的股票，这一价格洛布认为过低。最终，这一交易未获通过，而不到3个月后，嘉吉公司(Cargill)以54.5美元一股的报价购买农标国际的股票，使第三点公司获利2,000万美元。

尽管洛布经常关注他的多头头寸，但在他基金的资产中，至少有50%赌在那些预期将大跌的公司股票上。洛布的投资者说，他是一位天才的卖空卖家，利用借贷买入股票，随后抛售，寄希望于它们将下跌，并能够在更低价位上回购。即使在互联网泡沫时代，洛布仍设法在空方盈利，特别是在那些随后面临投资者对其波动的利润或股票价格不满而提起法律诉讼的公司中，包括Actrade金融技术公司(Actrade Financial Technologies)和彩色科技国际(Chromatics Color Sciences International)公司。另一家公司，计算机学习中心(Computer

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Learning Centers)，因其非法向学校招生负责人行贿而受到处罚。

洛布的许多做空点子来自于一位名叫约翰·里维基斯的股票推销员。“我们常常仔细查阅他的客户名单，因为那是一个特别富有成效的世界，里面有许多魅力十足的卖空卖家。”他说。如今，尽管拒绝谈论当前投资组合中的空头头寸，但他仍然能够找到那种有问题的公司来做空。

尽管洛布与许多经理不一样，更热衷于卖空，但他发现卖空策略比做多股票难得多。“我想在多方赚钱是更有效益的活动，但从投资组合管理的角度，做空可以使你在举步维艰的市场行情中苦求生存，使你具有持久力。从长远看，较为理想的状况是，你应该既能够在多方盈利，也能在空方赚钱。”

第三点公司的持久力还源自于更加机构化，洛布利用他所谓的“最佳品种”的经营团队以及强大的投资专家团队来实现这一点。“为使公司发展壮大，并使公司在已有投资者基础上更具吸引力，我们必须变得更加机构化，”他说，“坦白说，我们今天所处的环境，就是资金越多，就越有竞争优势，因为它有利于使公司将业务扩展到不同的地理区域。”洛布的宏伟目标之一，就是逐渐远离以美国为中心的投资策略。洛布说，他将于 2007 年 6 月使基金进入伦敦股票交易市场的名单，目前，只有少数几家基金实现了这一目标。

洛布说，成功的关键是在投资管理中一直保持创业和创新的精神。“我们不会在全公司范围内召开会议讨论投资方法。这些事情在任何时候都只是由二、三个人决定的。”

洛布以里翰·加福尔为例阐述了自己寻求的是什么样的人才，今年 30 岁的加福尔是纽约 River Run 合伙公司的合伙人，他拒绝接受本书的访问。加福尔从前是第三点公司的一名分析师，于 2004 年年末加入由伊恩·沃伦斯创办的 River Run 公司，伊恩是洛布的一位朋友，一直从第三点公司租用场地。

洛布试图以投资组合经理的职位留住加福尔，但加福尔希望能更加独立。“他有着超强的欲望，”洛布说，“他的感觉非常敏锐，极富才智。他将高智商、十分细致的金融分析，对价格的高度敏感，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及超常的交易员感觉等完美地结合在了一起。”

为了在新雇用员工中找到那些品质，洛布寻找在学术上表现优异、具有创新精神、杰出的金融分析能力和常识的员工。他雇用的员工大多数都是直接从商学院毕业，或者仅经过华尔街培训项目培训的人。许多人本身并不具备任何投资经验，但洛布更喜欢这一点，因为他自己会在第三点公司培训他们。

尽管他可能会挑选合伙人罗伯茨那样具有专业学位的求职者，但他不愿意选择拥有不寻常背景的求职者。要在第三点公司谋得一份工作，“你可能必须在十三四岁时就开始做好准备，”他说，“你必须是最好的学校的最优秀学生，而且在最卓越的银行投资项目中表现出色。那已经成为典型的职业途径。”

但他自己不是这样一路走来的。“我没有在第三点公司经历过面试，我是公司的第一位职员，”他说，“我不是大学里最优秀的学生，而且没有 MBA 学位。”

显然，他具有一些其他的技能——当然包括表达方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致谢

Acknowledgments

首先，感谢慷慨接受我采访的所有经理。没有他们在百忙之中抽出时间接受采访并欣然向我讲述各自的故事，此书无法出版。

在彭博新闻社，特别感谢马克·温克勒允许我将手头工作暂缓6个月，提供给我专门从事本书撰写工作的机会——并感谢他在14年前雇用我，为我提供一份全职新闻工作。感谢杰瑞得·凯玲和罗恩·汉考夫从一开始对本书的支持，感谢查尔斯·格雷瑟热心阅读本书的手稿。感谢拉里·埃德曼坚持不懈地关注我书中的问题，并感谢詹妮·斯塔博格在我不在的时候承担所有压力。感谢埃文·伯顿确保及时记录所有采访内容，还感谢杜拉-安·查兰高超的排版技能。感谢我的两位编辑，玛丽·安·麦柯奎堪为我提供了极好的指导和编辑工作，另一位是索非亚·埃斯密阿图，正是与她不经意的交谈，我才有了编写此书的想法。没有她的热忱、鼓励和忠告，此书无法出版。

感谢我的行业消息提供者——他们总是隐姓埋名——帮我找到应该采访的经理，并提供了公司的背景材料和他们对公司的洞察。感谢过去十多年中与我一起坦诚分享你们故事和知识的所有人。感谢对冲基金研究公司(Hedge Fund Research)的斯科特·埃塞尔为我提供本书所使用的行业数据。

最后，感谢我的家人和朋友在本书最后全力冲刺的数月时间里使我保持健康的身体和良好的心态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于彭博

About Bloomberg

彭博资讯(Bloomberg L.P.)创建于1981年,是一家全球性的信息服务、新闻和传媒公司。总部位于纽约,在世界各地设有销售和新闻机构。

彭博专业(BLOOMBERG PROFESSIONAL®)为全世界客户提供金融服务,在业内提供全景式的特别报道。通过将信息、分析、电子交易和直通式处理工具相结合，彭博专业满足对投资收益与效率的需求,在全球建立了公司、发行者、金融中介、机构投资者等客户基础。

彭博新闻(BLOOMBERG NEWS®)创办于1990年,为全球领先的报纸和杂志提供商业新闻、普通新闻、政治、体育新闻及专栏故事。彭博财经频道(BLOOMBERG TELEVISION®)每天24小时以7种语言在全球播放财经新闻。彭博电台(BLOOMBERG RADIO℠)通过位于纽约的旗舰电台BLOOMBERG® 1130(WBBR-AM)在全球进行广播。

此外,彭博还出版了《彭博市场》(BLOOMBERG MARKETS®)杂志和BLOOMBERG PRESS®系列书籍。了解更多关于彭博资讯的情况,请致电:

伦敦:+44-20-7330-7500

纽约:+1-212-318-2000

东京:+81-3-3201-8900

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

HEDGE HUNTERS
Hedge Fund Masters on the Rewards, the Risk, and the Reckoning
对冲基金猎人

对冲基金界传奇人物亲述他们的交易历程

对冲基金猎人是什么样的人？

他们不只是聪明的投资者。他们是打破旧习的人，是引导流行的人，是开创了数万亿美元对冲基金产业的大师。

他们有着强烈的好奇心和冷静的分析能力；有敏锐的观察力，能找到别人错过的机会；有敢于冒险，进行豪赌的勇气。

他们经历过经济的动荡和市场的暴跌，但最终都经受住了反复无常的金融市场的洗礼，并创造了辉煌的业绩。

在《对冲基金猎人》一书中，他们将揭示自己独到深刻的市场策略以及牛熊市都能获利的对策，并指出了优秀基金经理应具备的特质。

“此书对最优秀经理人的背景，投资哲学以及操作手法进行了完美的描述，行文精炼，轻松易读——我从中受益匪浅。”

大卫·爱因霍恩
绿光资本对冲基金经理

上架类别：股票投资

ISBN 978-7-5006-8204-2



中青文图书
投稿热线：010-65516894
团购热线：010-65516873/65511270
读者信箱：book-reader@cyb.com.cn


华夏基金 ChinaAMC | 为信任奉献回报 The Healthy Return On Your Trust

www.cyb.com.cn
定价：39.00元